

BDS KCN: Trở lại trạng thái "án binh bất động"

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Bùi Thị Thùy Trang
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trang.btt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Đoàn Bảo Anh Tuấn
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tuan.dba@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Nguyễn Lê Cẩm Ly
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
ly.nlc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

- Nguồn cung mới liên tục gia tăng trong Q1/2026, nhu cầu bắt đầu có tín hiệu hồi phục, nhưng nhìn chung vẫn thấp hơn mức bình quân quá khứ. Trong khi đó, giá thuê đất KCN tại các trung tâm công nghiệp trọng điểm vẫn tiếp tục tăng.
- HSC nhận thấy một xu hướng đang hình thành trên thị trường khi giới đầu tư bắt đầu trở lại trạng thái "án binh bất động", đồng thời các nhà phát triển BĐS KCN cũng hoãn tiến độ mở rộng quỹ đất công nghiệp mới, hệ quả trực tiếp từ việc chi phí xây dựng leo thang ở mức hai chữ số. Do đó, chúng tôi tăng 10 điểm phần trăm cho mức chiết khấu so với ước tính RNAV đối với tất cả các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị.
- SIP (tiềm năng tăng giá là 70%) và IDC (cổ phiếu có vị thế hấp dẫn để Mua vào cho mục đích đầu tư dài hạn) là hai cổ phiếu tiêu biểu nhờ có danh mục dự án KCN chưa triển khai dồi dào, dòng tiền ổn định và có mức chiết khấu khá sâu. Chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu PHR nhờ có động lực tăng trưởng rõ ràng trong ngắn hạn đến từ khoản tiền đền bù đất từ Thaco và VSIP 3.

Phân tích KQKD Q1/2026: Nguồn cung tiếp tục tăng trưởng, mảng cho thuê giữ vững đà phục hồi

Trong Q1/2026, nguồn cung đất KCN tại miền Bắc (Vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc tăng 17,9% svck lên 25.122 ha) tiếp tục mở rộng nhờ đưa vào hoạt động các KCN mới. Trong khi đó, nguồn cung tại miền Nam (Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam) vẫn ổn định ở mức 36.400 ha (tăng 8,6% svck). Tỷ lệ hấp thụ thuần trong Q1/2026 có sự phân hóa: miền Nam cải thiện lên khoảng 55 ha (tăng 22,2% svck), trong khi miền Bắc đạt khoảng 130 ha (giảm 31,6% svck). Mặc dù giá thuê tiếp tục tăng, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng sẽ tạm thời hạ nhiệt khi các nhà phát triển BĐS KCN ưu tiên nâng cao tỷ lệ lấp đầy và thúc đẩy chuyển đổi hợp đồng thuê, trong bối cảnh triển vọng nhu cầu ngắn hạn chưa thực sự rõ ràng.

Trở lại tâm lý "án binh bất động"

Sau giai đoạn hồi phục mạnh của hoạt động cho thuê từ Q4/2025 đến Q1/2026 nhờ giải tỏa lượng nhu cầu dồn nén sau khi Mỹ thông qua và áp dụng biểu thuế quan vào tháng 8/2025, HSC nhận thấy ngành BĐS KCN của Việt Nam đang dịch chuyển sang một chu kỳ thận trọng hơn. Sự gia tăng của các yếu tố bất định trên toàn cầu cùng với chi phí VLXD tăng vọt đang đè nặng lên nhu cầu mở rộng quy mô kinh doanh, qua đó đòi hỏi nhà đầu tư phải tiến hành đánh giá lại kế hoạch chi phí vốn và các cam kết thuê đất. Do đó, chúng tôi dự báo tốc độ cho thuê trong năm 2026 sẽ chậm hơn nhiều so với tình trạng hồi phục nhanh của hai quý vừa qua.

Thông tư 99: Ghi nhận doanh thu một lần so với phân bổ dần

Trong khi đó, Thông tư 99/2025/TT-BTC được ban hành như một bước sửa đổi sớm nhằm chuẩn hóa phương pháp hạch toán riêng cho ngành BĐS, tập trung vào các quy định giữa hai phương pháp hạch toán: ghi nhận doanh thu một lần hay phân bổ dần. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng do cả VAS 14 và VAS 06 đều chưa bị thay thế hoặc sửa đổi về mặt nội dung bởi Thông tư 99, khung pháp lý song song về ghi nhận doanh thu vẫn sẽ được duy trì. Theo đó, phương thức hạch toán cuối cùng sẽ phụ thuộc hoàn toàn vào cách mỗi nhà phát triển BĐS cấu trúc các điều khoản trong hợp đồng cho thuê của mình.

Tác động đến các công ty phát triển BĐS KCN

Mặc dù các yếu tố nền tảng dài hạn của ngành vẫn còn nguyên vẹn, lợi nhuận ngắn hạn đang đối mặt với nhiều thách thức do tiến độ chuyển đổi hợp đồng cho thuê chậm lại và tỷ suất lợi nhuận phát triển dự án đang chịu áp lực thu hẹp. Do đó, chúng tôi tăng 10 điểm phần trăm mức chiết khấu so với ước tính RNAV đối với tất cả các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị cho năm 2026. SIP (tiềm năng tăng giá là 70%) và IDC (tiềm năng tăng giá là 21%) là hai cổ phiếu được chúng tôi khuyến nghị Mua trong dài hạn, nhờ có danh mục dự án KCN chưa triển khai dồi dào, dòng tiền ổn định và có mức chiết khấu khá sâu. Chúng tôi cũng ưa thích PHR (tiềm năng tăng giá là 28%) nhờ có động lực tăng trưởng trong ngắn hạn rõ ràng từ khoản tiền đền bù đất liên quan đến Thaco và VSIP 3.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 2/6.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
BCM	55,100	Tăng tỷ trọng	-	60,500	(16.7)	9.80	34.0	25.0	2.24	2.01	-	-
IDC	43,400	Mua vào	-	52,200	(8.26)	20.3	6.54	6.57	1.91	1.68	7.95	7.95
KBC	30,500	Tăng tỷ trọng	Mua vào	35,000	(21.3)	14.8	20.7	12.7	1.10	1.01	-	-
PHR	67,300	Mua vào	Tăng tỷ trọng	86,000	30.3	27.8	6.84	5.63	1.85	1.49	4.46	4.46
SIP	51,700	Mua vào	-	88,000	(2.22)	70.2	9.31	8.52	1.83	1.56	3.46	3.46
VGC	42,300	Tăng tỷ trọng	-	50,500	(4.36)	19.4	9.43	8.82	1.99	1.80	6.06	6.06

Giá cổ phiếu tại ngày 29/5/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Hoạt động cho thuê chậm lại, tâm lý "án binh bất động" tái diễn 3

Phân tích KQKD Q1/2026: Mảng cho thuê vẫn tăng trưởng bất chấp tâm lý thận trọng của thị trường 3

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2026-2028 10

Định giá và khuyến nghị 11

Báo cáo thành phần

CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG - SVRG CORP (SIP) 16

CTCP Cao su Phước Hòa (PHR) 24

Tổng công ty IDICO - CTCP (IDC) 30

Tổng CTCP Viglacera (VGC) 37

Tổng CTCP Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) 46

Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp - CTCP (BCM) 53

Hoạt động cho thuê chậm lại, tâm lý "án binh bất động" tái diễn

Trong Q1/2026, việc mở rộng nguồn cung KCN và hoạt động cho thuê phục hồi tích cực sau khi Mỹ thông qua và áp dụng biểu thuế quan vào tháng 8/2025. Tuy nhiên, trong năm 2026, chúng tôi cho rằng ngành BĐS KCN đang dần trở lại giai đoạn thận trọng hơn, khi nhu cầu dồn nén có dấu hiệu hạ nhiệt và tâm lý do dự của nhà đầu tư xuất hiện trở lại do: (1) tình hình bất ổn trên toàn cầu ngày càng gia tăng và (2) chi phí VLXD tăng vọt. Song song đó, Thông tư 99/2025/TT-BTC xuất hiện như một sửa đổi sớm liên quan đến phương thức hạch toán cho ngành BĐS, đặc biệt là phương pháp ghi nhận doanh thu một lần so với phương pháp phân bổ dần. Mặc dù vậy, việc triển khai thực tế vẫn sẽ phụ thuộc vào cách các nhà phát triển BĐS cấu trúc các điều khoản trong hợp đồng của mình theo tiêu chuẩn VAS 14 hay VAS 06 (vốn là hai chuẩn mực chưa bị thay thế hoặc sửa đổi về mặt nội dung).

Phân tích KQKD Q1/2026: Mảng cho thuê vẫn tăng trưởng bất chấp tâm lý thận trọng của thị trường

Nguồn cung: Nguồn cung KCN mới tập trung tại miền Bắc

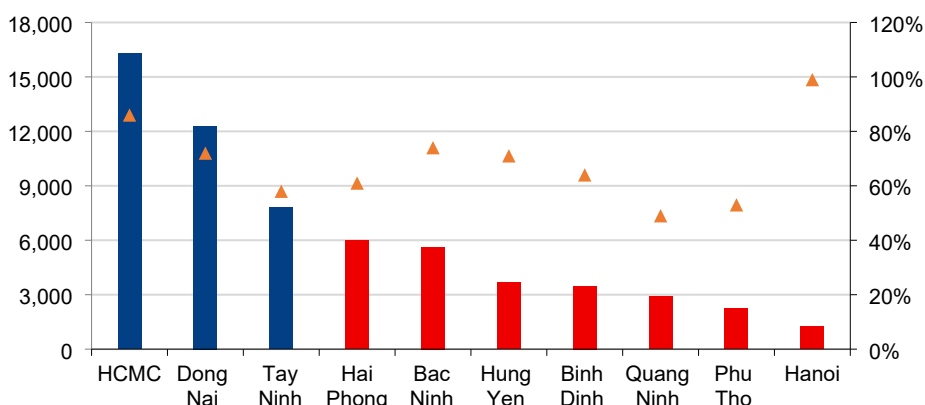
Nguồn cung đất công nghiệp vẫn giữ vững đà tăng trưởng trong Q1/2026 mặc dù tốc độ có phần chậm hơn so với quý trước, với mức tăng 4,7% tại miền Bắc và đi ngang tại miền Nam. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ các tỉnh phía Bắc, nơi một số KCN mới bắt đầu đi vào hoạt động. Nguồn cung đất có sẵn để cho thuê tại Vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc đã tăng lên 25.122 ha (tăng 17,9% svck và tăng 4,7% so với quý trước). Trong khi đó, nguồn cung tại Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam tương đối ổn định, đạt 36.400 ha trong Q1/2026 (tăng 8,6% svck nhưng đi ngang so với quý trước).

Nguồn cung đất KCN có sẵn để cho thuê vẫn tập trung tại các tỉnh, thành phố lớn như TP.HCM, Đồng Nai, Tây Ninh, Hải Phòng và Bắc Ninh, nơi tiếp tục được hưởng lợi nhờ hệ thống hạ tầng hoàn thiện, hệ sinh thái sản xuất sẵn có và khả năng kết nối giao thương thuận lợi.

HSC cho rằng đã mở rộng nguồn cung hạn chế tại hai thị trường trọng điểm này là hệ quả ngắn hạn từ tiến trình sáp nhập tỉnh. Sự thay đổi bộ máy quản lý này đã tạo ra một khoảng lặng tạm thời, làm chậm tiến độ phê duyệt pháp lý của các dự án đang trong giai đoạn triển khai.

Biểu đồ 1: Nguồn cung đất khu công nghiệp hiện hữu tại KKT trọng điểm phía Nam và phía Bắc, Q1/2026

Nguồn cung khu công nghiệp mới gia nhập thị trường trong Q1/2026 hoàn toàn đến từ các dự án tại miền Bắc



Ghi chú: Màu xanh thể hiện các tỉnh/thành phía Nam; số liệu phản ánh cơ cấu địa phương sau sáp nhập (TP.HCM + Bình Dương + BR-VT; Đồng Nai + Bình Phước; Tây Ninh + Long An)..
Nguồn: Cushman & Wakefield

Trong trung và dài hạn, với định hướng "hỗ trợ tăng trưởng" của Chính phủ cùng mục tiêu GDP tăng trưởng hai chữ số, chúng tôi nhận thấy quy trình phê duyệt dự án đang được đẩy nhanh trên cả nước. Sau khi sáp nhập, các tỉnh/thành phố mới đang tích cực triển khai rà soát và điều chỉnh quy hoạch phân khu tỷ lệ 1/2000. HSC kỳ vọng quá trình này sẽ hoàn tất trong vòng 3-6 tháng tới, tạo nền tảng quan trọng cho việc phê duyệt các dự án mới. Đồng thời, với các nỗ lực tháo gỡ khó khăn và đẩy nhanh tiến độ phê duyệt từ phía Chính phủ, chúng tôi dự báo nguồn cung sẽ bùng nổ mạnh mẽ trong những năm tới. Đáng chú ý, công ty tư vấn bất động sản Cushman & Wakefield gần đây đã tăng dự báo tổng cung giai đoạn 2026-2029 lên 6.566 ha đối với thị trường miền Bắc (tốc độ tăng trưởng CAGR 4 năm đạt 8%) và 4.845 ha đối với thị trường miền Nam (tốc độ tăng trưởng CAGR 4 năm đạt 3,1%).

Nhu cầu: Tỷ lệ hấp thụ tại miền Bắc có phần chậm lại

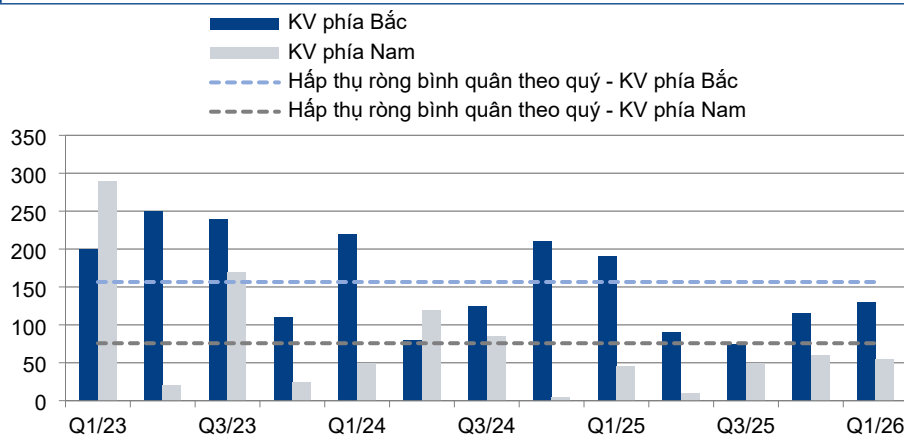
Tỷ lệ lấp đầy vẫn ở mức cao tại hai vùng kinh tế trọng điểm – bình quân đạt trên 80% tại các trung tâm công nghiệp lớn phía Nam (như TP.HCM và Đồng Nai) và đạt gần 100% tại Hà Nội. Điều này cho thấy tình trạng khan hiếm nguồn cung tại các vị trí chiến lược đang đẩy hoạt động cho thuê đất vào một chu kỳ mang tính chọn lọc hơn, đồng thời định hình xu hướng dịch chuyển nhu cầu sang các đô thị vùng ven và các cụm công nghiệp mới nổi.

Theo số liệu từ CBRE, trong Q1/2026, lượng hấp thụ thuần đất công nghiệp đã có dấu hiệu phục hồi, mặc dù tổng cầu vẫn thấp hơn mức bình quân quá khứ được tính từ Q1/2023 cho cả hai miền. Lượng hấp thụ thuần tại miền Nam cải thiện lên xấp xỉ 55 ha (tăng 22,2% svck nhưng giảm 8,3% so với quý trước). Trong khi đó, lượng hấp thụ tại miền Bắc giảm xuống còn khoảng 130 ha (giảm 31,6% svck nhưng tăng 13% so với quý trước) do có một lượng lớn nguồn cung mới được đưa vào thị trường.

Chúng tôi cho rằng tỷ lệ hấp thụ tại miền Bắc giảm không hoàn toàn là dấu hiệu của sự suy yếu về mặt nhu cầu, mà còn do các KCN mới đi vào hoạt động thường cần một khoảng thời gian dài hơn để thu hút khách thuê trước khi tỷ lệ lấp đầy bước vào giai đoạn ổn định. Hoạt động cho thuê tiếp tục được dẫn dắt bởi các ngành thuộc lĩnh vực chế biến - chế tạo như điện tử, sản xuất công nghiệp, công nghiệp nặng và các ngành công nghiệp phụ trợ.

Biểu đồ 2: Đất KCN, lượng hấp thụ ròng

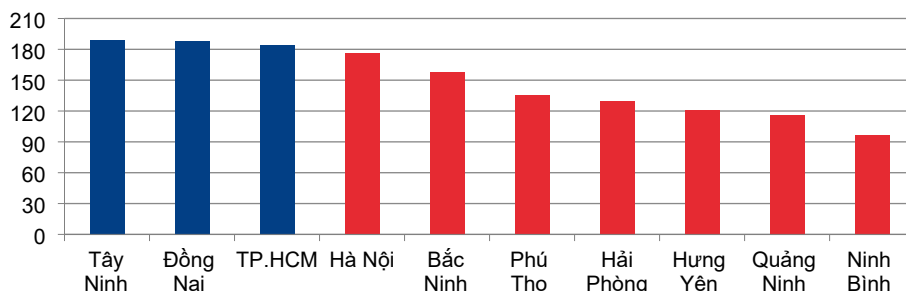
Nhu cầu hấp thụ ròng có dấu hiệu phục hồi nhưng vẫn thấp hơn mức bình quân trong quá khứ



Nguồn: CBRE

Biểu đồ 3: Giá cho thuê đất KCN (USD/m²/kỳ hạn còn lại)

Giá chào thuê bình quân tăng nhẹ trong Q1/2026, trong đó khu vực phía Nam ghi nhận diễn biến trái chiều giữa các thị trường



Ghi chú: Màu xanh là các tỉnh phía Nam sau sáp nhập (TP.HCM + Bình Dương + BR-VT; Đồng Nai + Bình Phước; Tây Ninh + Long An).
Nguồn: Cushman & Wakefield.

Giá cho thuê: Tăng nhẹ nhưng có sự phân hóa

Giá thuê bình quân ở cả hai khu vực tăng nhẹ trong Q1/2026, đạt 186,6 USD/m²/kỳ (tăng 1,7% svck và 0,9% so với quý trước) cho Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam và 142 USD/m²/kỳ (tăng 5% svck hoặc tăng 1,4% so với quý trước) cho Vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc. Tại miền Nam, giá thuê ghi nhận sự phân hóa rõ nét giữa các tỉnh, thành. Trong đó, TP.HCM tiếp tục tăng lên mức 184,2 USD/m²/chu kỳ thuê (tăng 6,7% svck và tăng 4% so với quý trước). Ngược lại, giá thuê tại Đồng Nai đi ngang ở mức 188 USD/m²/chu kỳ thuê (tăng 2,6% svck và đi ngang so với quý trước). Ở chiều ngược lại, giá thuê ở Tây Ninh giảm xuống còn 188,7 USD/m²/chu kỳ thuê (giảm 4% svck và giảm 1,8% so với quý trước), phản ánh động thái tái điều chỉnh giá của thị trường khi tỷ lệ đất trống tăng cao cùng với nguồn cung tiếp tục mở rộng. Trong khi đó tại miền Bắc, giá chào thuê bình quân tiếp tục duy trì xu hướng tăng bền vững tại các KCN trọng điểm. Động lực tăng giá này được hỗ trợ mạnh mẽ bởi nhu cầu ổn định tại các trung tâm công nghiệp lâu đời, kết hợp với tình trạng khan hiếm quỹ đất sẵn có để cho thuê tại các vị trí đắc địa.

Nhìn chung, tốc độ tăng của giá thuê có thể tạm thời hạ nhiệt khi các nhà phát triển chủ động ưu tiên mục tiêu giữ chân khách thuê và đẩy nhanh tiến độ chuyển đổi hợp đồng, trong bối cảnh triển vọng nhu cầu ngắn hạn chưa thực sự rõ ràng (thông tin chi tiết sẽ được thảo luận ở phần bên dưới). Mặc dù vậy, chúng tôi tin rằng giá cho thuê đất công nghiệp sẽ tiếp tục giữ vững quỹ đạo tăng trưởng trong dài hạn, được nâng đỡ bởi câu chuyện mang tính cấu trúc về sự dịch chuyển chuỗi cung ứng sang Việt Nam, hạ tầng giao thông ngày càng cải thiện và dòng vốn FDI duy trì ổn định.

Nhìn về dài hạn: Thận trọng hơn + Tâm lý "án binh bất động" trở lại

Sau khi Mỹ công bố chính sách thuế đối ứng vào tháng 4/2025, các nhà phát triển BĐS KCN bước vào giai đoạn "án binh bất động", tạm dừng các kế hoạch mở rộng quy mô và ký mới hợp đồng cho thuê mới trong Q2/2025 và đầu Q3/2025. Như đã thảo luận trong Báo cáo ngành đã phát hành của chúng tôi ["Vẫn còn khả năng hồi phục tốt, lo ngại quá mức về thuế quan"](#), mức độ quan tâm của khách hàng FDI chỉ thực sự phục hồi sau khi biểu thuế quan được chính thức công bố vào tháng 8/2025. Lượng nhu cầu dồn nén này cuối cùng đã trở thành động lực thúc đẩy KQKD của các công ty bất phá mạnh mẽ trong giai đoạn Q4/2025 và Q1/2026.

Tuy nhiên, bước sang năm 2026, chúng tôi cho rằng ngành BĐS KCN đang quay trở lại trạng thái thận trọng và "chờ đợi" từ phía nhà đầu tư, thay vì tiếp tục tăng trưởng bất phá nhờ lượng nhu cầu dồn nén trước đó. Xu hướng này chủ yếu bị chi phối bởi hai rào cản cốt lõi: (1) rủi ro vĩ mô toàn cầu ngày càng gia tăng và (2) áp lực tăng giá từ chi phí VLXD.

Bất ổn toàn cầu làm gián đoạn kế hoạch mở rộng

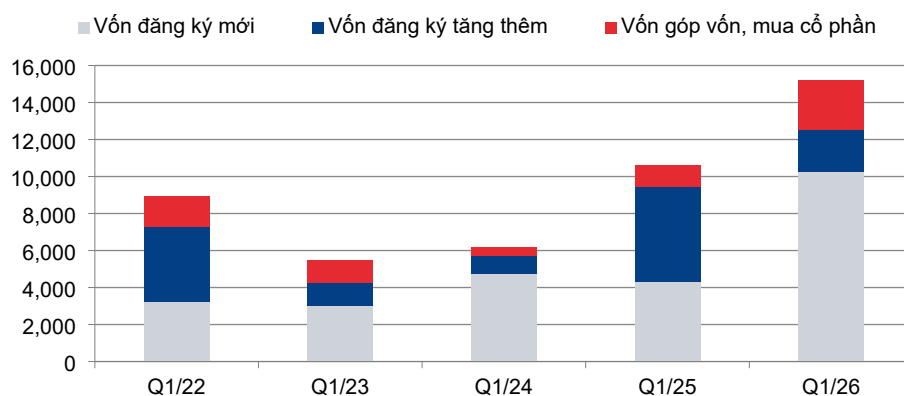
Vốn FDI trong Q1/2026: Tăng trưởng ấn tượng, nhưng nhu cầu thấp hơn giai đoạn trước chiến tranh. Việt Nam ghi nhận kết quả ấn tượng trong Q1/2026 khi vốn

FDI đăng ký đạt mức cao nhất trong 5 năm qua, chạm mốc 15,2 tỷ USD (tăng 42,9% svck). Ngành công nghiệp chế biến - chế tạo tiếp tục giữ vững vị thế dẫn dắt dòng vốn khi thu hút 69% tổng lượng vốn đăng ký mới (tương đương 7,1 tỷ USD), qua đó củng cố vững chắc cho xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng theo chiến lược "Trung Quốc + 1". Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các số liệu tăng trưởng vĩ mô kể trên chưa phản ánh chính xác bức tranh thực tế của hoạt động thuê đất công nghiệp hiện tại, bị nhiễu bởi hai nguyên nhân cốt lõi sau:

- **Giải tỏa nhu cầu cũ thay vì hình thành nhu cầu mới:** HSC cho rằng sự tăng vọt của dòng vốn FDI trong Q1/2026 phần lớn phản ánh việc giải tỏa nhu cầu dồn nén từ các thương vụ đã được đàm phán từ 6-12 tháng trước. Danh mục hợp đồng tích lũy từ "giai đoạn trước chiến tranh" này đã được chốt tiến độ ngay sau khi Mỹ công bố biểu thuế quan vào tháng 8/2025, tức là trước thời điểm xảy ra cú sốc địa chính trị vào đầu năm 2026. Do đó, diễn biến này bản chất là hoạt động giải tỏa danh mục hợp đồng tồn đọng, chứ không đến từ đà tăng trưởng trên diện rộng của nhu cầu đầu tư mới. Các nhà phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị cũng xác nhận xu hướng này. Dữ liệu cho thấy mức độ quan tâm và tiến độ đàm phán hợp đồng của khách thuê đã hồi phục tích cực từ Q3/2025, ngay sau khi các nút thắt về chính sách thuế quan được tháo gỡ.
- **Cơ cấu dòng vốn FDI có dấu hiệu giảm chất lượng:** Vốn FDI đăng ký tăng thêm đã giảm mạnh 55,2% svck, chỉ đạt 2,3 tỷ USD trong Q1/2026, phản ánh trạng thái thận trọng rõ rệt của khách thuê hiện tại trong việc ra quyết định mở rộng quy mô sản xuất kinh doanh. Trong khi đó, mức tăng vọt 136,2% của dòng vốn đăng ký mới (đạt 10,2 tỷ USD) lại bị lệch do có đóng góp lớn từ một vài siêu dự án đơn lẻ thuộc lĩnh vực hạ tầng và tiện ích. Điển hình như dự án LNG Huỳnh Lập (2,2 tỷ USD) và dự án trung tâm AI của KBC (2 tỷ USD) – hai dự án này đã chiếm tới 40% tổng vốn đăng ký mới, cho thấy dòng vốn chưa thực sự lan tỏa đồng đều sang mảng sản xuất chế tạo trên diện rộng. HSC cho rằng, một sự phục hồi thực chất của nhu cầu thuê đất công nghiệp đòi hỏi phải có sự cải thiện đồng bộ về số lượng dự án mới lẫn vốn đăng ký tăng thêm. Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi chưa thấy xuất hiện cả hai yếu tố này.

Biểu đồ 4: Cơ cấu vốn FDI cam kết (triệu USD)

Vốn FDI cam kết đạt 15,2 tỷ USD, mức cao nhất trong 5 năm, tăng 42,9% so với cùng kỳ

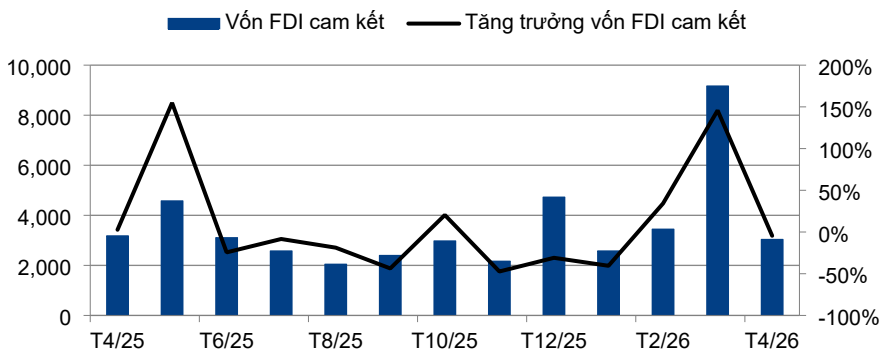


Nguồn: NSO, CEIC

Đáng chú ý, dòng vốn FDI đăng ký trong tháng 4 đã có dấu hiệu hạ nhiệt khi giảm 4,5% svck, trái ngược hoàn toàn với mức tăng vọt lần lượt 145,7% svck trong tháng 3 và 34,2% svck trong tháng 2. Chúng tôi đánh giá sự giảm tốc này là tín hiệu sớm cho thấy giới đầu tư nước ngoài đang dần trở lại vị thế "án binh bất động" trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị còn tiếp diễn, mặc dù luận điểm về sự dịch chuyển chuỗi cung ứng sang Việt Nam trong trung hạn vẫn được giữ nguyên. Diễn biến này hoàn toàn phù hợp với kỳ vọng trước đó của chúng tôi rằng đà tăng trưởng của dòng vốn FDI có thể suy sẽ suy yếu ngay sau giai đoạn giải tỏa danh mục hợp đồng tồn đọng khi biểu thuế quan được công bố vào tháng 8/2025.

Biểu đồ 5: Vốn FDI cam kết theo tháng (triệu USD)

Vốn FDI cam kết giảm 4,5% svck, phản ánh dấu hiệu ban đầu của tâm lý “chờ đợi và quan sát” từ nhà đầu tư nước ngoài.



Nguồn: NSO, CEIC

Bảng 6: Giá các nguyên vật liệu xây dựng chính

Cát, đá và nhựa đường – những vật liệu đầu vào quan trọng nhất cho hoạt động san lấp mặt bằng và xây dựng hạ tầng KCN – là nhóm chịu tác động mạnh nhất

	Q1/2026	So với cùng kỳ	So với quý trước	T3-26	So với tháng trước
Xi măng (đồng/kg)	1,937	9.0%	7.0%	2,028	7.2%
Thép (đồng/kg)	15,724	4.7%	6.1%	16,033	2.2%
Cát xây dựng (đồng/cbm)	806,606	68.2%	5.4%	876,512	13.4%
Đá xây dựng (đồng/cbm)	438,393	32.2%	9.4%	502,940	23.3%
Nhựa đường (đồng/kg)	16,219	6.2%	10.7%	19,264	31.7%
Gạch (đồng/cái)	1,570	7.7%	7.7%	1,732	15.5%
Gạch lát (đồng/m2)	573,310	1.8%	1.8%	591,791	4.9%

Nguồn: Viện Kinh tế Xây dựng

Chi phí VLXD tăng vọt gây áp lực lên cung và cầu

Mức tăng lũy kế từ Q1/2025 đến tháng 3/2026 của giá bán bình quân trên cả nước đã tạo áp lực lớn lên ngành BĐS KCN. Áp lực chi phí này đã ảnh hưởng đến cả vị thế cung (nhà phát triển BĐS KCN) lẫn vị thế cầu (khách thuê).

Nguồn cung: Tỷ suất lợi nhuận của các nhà phát triển BĐS bị bào mòn

Dữ liệu mới nhất của Viện Kinh tế Xây dựng cho biết giá VLXD đã tăng mạnh từ Q1/2025. Giá bán của cát, đá và nhựa đường – những vật liệu đầu vào được dùng nhiều nhất cho hoạt động san lấp mặt bằng và phát triển hạ tầng khu công nghiệp – tăng mạnh nhất. Đặc biệt là vào tháng 3/2026, giá các loại vật liệu này đã đạt mức tăng theo tháng cao nhất từ trước đến nay. Diễn biến này xác nhận cú sốc từ giá dầu diesel và chi phí vận tải liên quan đến cuộc xung đột tại Trung Đông đã thấm thấu vào VLXD với độ trễ một tháng.

- **Cát xây dựng:** Giá cát xây dựng được ghi nhận ở 876.512 đồng/m³, tăng 68,2% svck (chỉ riêng trong tháng 3/2026, giá đã tăng 13,4% so với tháng trước).
- **Đá xây dựng:** Giá đá xây dựng được ghi nhận ở 502.940 đồng/m³, tăng 32,2% svck (chỉ riêng trong tháng 3/2026, giá đã tăng 23,3% so với tháng trước).
- **Nhựa đường:** Giá nhựa đường được ghi nhận ở 19.264 đồng/kg, tăng 6,2% svck (chỉ riêng trong tháng 3/2026, giá đã tăng 31,7% so với tháng trước).
- Chúng tôi lưu ý rằng chi phí vật liệu phục vụ cho hoạt động san lấp và xây dựng hạ tầng (như cát, đá và nhựa đường) thường chiếm từ 30-40% tổng chi phí phát triển một khu công nghiệp. Điều này đặc biệt được thể hiện rõ nét trong Giai đoạn 1 của dự án, khi các vật liệu kể trên chiếm tỷ trọng áp đảo trong cơ cấu chi phí phục vụ công tác đầm nén, thi công nền móng và xây dựng hệ thống đường giao thông nội khu.

- Bên cạnh việc giá VLXD tăng cao, chi phí nhân công cũng đã tăng đáng kể. Theo [ông Nguyễn Quốc Hiệp, Chủ tịch Hiệp hội Nhà thầu Xây dựng Việt Nam \(VACC\)](#), chi phí nhân công thực tế hiện đã cao hơn gần gấp ba lần so với đơn giá của Nhà nước, trong bối cảnh cuộc chạy đua phát triển hạ tầng quy mô lớn diễn ra đồng thời với sự phục hồi mạnh mẽ của nguồn cung nhà ở. Thực tế này đang gây áp lực lớn lên tỷ suất lợi nhuận của các nhà phát triển BĐS KCN, khiến các phương án hiệu quả kinh tế được tính toán trước đây dần trở nên kém khả thi dưới tác động của mặt bằng chi phí mới.
- Theo đó, [Thứ trưởng Bộ Xây dựng Bùi Xuân Dũng](#) đã ban hành hướng dẫn cho phép điều chỉnh hợp đồng, nhưng các hợp đồng trọn gói và hợp đồng theo đơn giá cố định chỉ có thể được điều chỉnh trong các trường hợp bất khả kháng. Điều này đồng nghĩa với việc các nhà phát triển BĐS KCN nhiều khả năng sẽ phải tự gánh phần lớn áp lực chi phí gia tăng, thay vì chuyển sang các nhà thầu hoặc khách thuê.

Chúng tôi tin rằng thực tế này đã và đang làm tiến độ triển khai dự án chậm lại trên toàn ngành, khi các nhà phát triển chọn hoãn việc xây dựng hạ tầng để chờ giá vật liệu ổn định, hoặc áp dụng chiến lược phân kỳ đầu tư chặt chẽ hơn nhằm kiểm soát rủi ro dòng vốn. Một ví dụ điển hình là BLĐ IDC (Mua vào, giá mục tiêu: 52.200đ) đã nhấn mạnh trong ĐHCĐ vừa qua rằng, công ty đang ngày càng ưu tiên phương án cuốn chiếu hạ tầng theo từng giai đoạn, thay vì cam kết đầu tư đồng bộ quy mô lớn ngay từ đầu trong bối cảnh chi phí biến động mạnh.

Nhu cầu: Tâm lý nhà đầu tư trở lại trạng thái "án binh bất động" do áp lực chi phí đầu tư ban đầu tăng cao

Mức tăng trưởng hai chữ số của cả chi phí vật liệu và nhân công cũng làm thay đổi cục diện thu hút đầu tư khi các giả định về chi phí vốn được tính toán trước đó không còn chính xác. Kết quả khảo sát thực địa của chúng tôi đối với các nhà phát triển BĐS KCN cho thấy, bên cạnh những e ngại về rủi ro địa chính trị, áp lực từ chi phí xây dựng leo thang tác động trực tiếp lên tổng mức đầu tư ban đầu cũng là động lực chính thúc đẩy tâm lý "án binh bất động" xuất hiện trở lại trên thị trường.

Giới đầu tư đang có xu hướng hoãn các quyết định mở rộng quy mô để tái cấu trúc lại ngân sách, hoặc chuyển sang lựa chọn mô hình nhà xưởng xây sẵn và kho bãi xây sẵn thay vì tự triển khai các dự án mới trên quỹ đất thô trong thời gian chờ chi phí xây dựng ổn định trở lại.

Trong ngắn hạn, chúng tôi dự báo các nhà phát triển BĐS KCN sẽ phải đối mặt với môi trường kinh doanh thách thức hơn, vì chi phí phát triển dự án tăng cao và tâm lý thận trọng của giới đầu tư bắt đầu gây áp lực lên cả tiến độ triển khai dự án lẫn hoạt động cho thuê. Mặc dù vậy, trong dài hạn, giá thuê đất công nghiệp nhìn chung vẫn sẽ duy trì xu hướng tăng nhờ được hỗ trợ vững chắc bởi động lực mang tính cấu trúc từ làn sóng dịch chuyển chuỗi cung ứng sang Việt Nam, cùng với sự bứt phá không ngừng của hạ tầng giao thông.

Các nhà phát triển BĐS KCN: KHKD năm 2026 thận trọng hơn

Trong bối cảnh này, HSC nhận thấy hầu hết các nhà phát triển BĐS KCN niêm yết trong danh sách khuyến nghị đều đề ra mục tiêu kinh doanh thận trọng cho năm 2026. Xu hướng này phản ánh tiến độ chuyển đổi sang hợp đồng thuê sẽ chậm lại, đi kèm xu hướng mở rộng quy mô mang tính chọn lọc hơn của các khách thuê nước ngoài. BLĐ các công ty nhìn chung đều lưu ý rằng giới đầu tư đang trì hoãn ký cam kết ràng buộc, đồng thời thực hiện đánh giá lại ngân sách và ưu tiên tính ổn định trong hoạt động cho đến khi tình hình địa chính trị cũng như chi phí xây dựng trở nên dễ dự báo hơn.

Bảng 7: Kế hoạch kinh doanh năm 2026, các công ty BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị của HSC

Hầu hết các DN đặt kế hoạch lợi nhuận năm 2026 thận trọng

Tỷ đồng	Doanh thu			LNTT/LNST			Diện tích đất bàn giao 2026 (ha)		
	2025A	Kế hoạch 2026	Tăng trưởng	2025A	Kế hoạch 2026	Tăng trưởng	2025A	Kế hoạch 2026	Tăng trưởng
SIP	8,596	5,940	-30.9%	1,467	874	-40.4%	29	60	109.1%
PHR	1,795	2,276	26.8%	497	762	53.4%	N/m	N/m	N/m
IDC	8,588	9,474	10.3%	2,918	2,903	-0.5%	81	100	23.0%
VGC	13,315	15,300	14.9%	2,202	1,820	-17.3%	139	125	-10.1%
KBC	6,687	10,000	49.5%	2,208	3,000	35.9%	122	200	63.9%
BCM	6,953	10,230	47.1%	3,525	3,883	10.1%	N/m	N/m	N/m
Tổng	45,934	53,220	15.9%	12,817	13,242	3.3%	371	485	30.8%

Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC ước tính

Cả PHR và BCM đều không đưa ra kế hoạch cho thuê chi tiết cho năm 2026. Ngược lại, IDC và SIP đều đặt mục tiêu tăng trưởng mạnh so với kết quả bàn giao thực tế trong 2025. Mặc dù vậy, các mục tiêu này nhìn chung vẫn thấp hơn mức bình quân 5 năm của hai công ty, cho thấy sự thận trọng đồng loạt từ phía BLĐ.

VGC là một trường hợp đặc biệt: Mặc dù đề ra mục tiêu ban đầu khá thận trọng, công ty đã hoàn thành tới 88% kế hoạch của cả năm tính đến cuối Q1/2026. Mặc dù vậy, BLĐ vẫn thận trọng và dự kiến sẽ hoãn việc chính thức điều chỉnh tăng mục tiêu kinh doanh đến tháng 9 thay vì tháng 6. Thực tế này phác họa chiến lược quản trị nguồn vốn và ngân sách vô cùng thận trọng của VGC sau cú sốc kép gần đây từ rủi ro địa chính trị và bão giá VLXD. Việc BLĐ chủ động chờ KQKD kiểm toán bán niên trước khi đưa ra mục tiêu kinh doanh thách thức hơn cho cả năm.

Cần nhắc lại rằng, kết quả cho thuê đất công nghiệp trong Q1/2026 của SIP, BCM, IDC, VGC và KBC có sự phân hóa, một số công ty thậm chí đã vượt mục tiêu cả năm (BCM không cung cấp số liệu chi tiết trong báo cáo KQKD). Tuy nhiên, như đã thảo luận ở phần trên, chúng tôi cho rằng những thành quả này phần lớn được thúc đẩy bởi việc thực hiện lượng hồ sơ tồn đọng và giải tỏa nhu cầu dồn nén sau khi Mỹ ban hành biểu thuế quan tháng 8/2025, chứ đây không phải là khởi đầu của một chu kỳ tăng trưởng bền vững.

- **IDC:** Diện tích đất công nghiệp được bàn giao trong Q1/2026 khá mờ nhạt, thể hiện rõ qua sự sụt giảm mạnh của doanh thu mảng này khi chỉ đạt 269 tỷ đồng, giảm 54,1% svck và giảm 60,1% so với quý trước.
- **SIP:** Bàn giao chỉ 35 ha trong Q1, phần lớn là việc thực hiện các hợp đồng đã ký biên bản ghi nhớ tồn đọng từ năm 2025. Theo thông tin mới nhất, trong tháng 4, công ty đã ký biên bản ghi nhớ cho thuê thêm 23,1 ha đất tại KCN Lộc An - Bình Sơn, qua đó hoàn thành tổng cộng 35,8% kế hoạch cả năm 2026 (60 ha) và vượt mục tiêu ban đầu của BLĐ là 10 ha đối với dự án này.
- **KBC:** Chỉ ghi nhận 14,8 ha đất KCN được bàn giao trong Q1/2026, dù đặt mục tiêu cho cả năm 2026 lên đến khoảng 200 ha (chủ yếu được dẫn dắt bởi KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh – 30 ha, Quế Võ mở rộng 2 – 96 ha và Trảng Dục 3 – 30 ha). Theo BLĐ, tiến độ chuyển đổi nhiều biên bản ghi nhớ đã bị trì hoãn do nhà đầu tư nước ngoài còn thận trọng trước các xung đột địa chính trị kéo dài tại Trung Đông, cùng với áp lực chi phí xây dựng leo thang làm tăng mạnh các giả định về chi phí vốn xây nhà xưởng.
- **PHR:** Doanh thu cho thuê khu công nghiệp đạt 36 tỷ đồng (đi ngang so với cùng kỳ), chủ yếu đến từ doanh thu phân bổ hàng năm của các diện tích đã cho thuê trong quá khứ và phí dịch vụ, nhìn chung sát với kỳ vọng của chúng tôi. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần lại vượt dự báo nhờ ghi nhận khoản lợi nhuận không thường xuyên 232 tỷ đồng từ tiền đền bù đất và tiền hỗ trợ bàn giao mặt bằng từ ba dự án: 95 tỷ đồng từ VSIP III, 136 tỷ đồng từ Thaco và 2 tỷ đồng từ công tác giải phóng mặt bằng tuyến cao tốc TP.HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành.
- **VGC:** Đặt mục tiêu ký mới 125 ha đất và ghi nhận doanh thu cho thuê 149 ha trong năm 2026. Tính đến tháng 4/2026, công ty đã ký mới khoảng 111 ha, tương đương khoảng 88% kế hoạch cho cả năm.

- **BCM:** Doanh thu từ các KCN và hoạt động kinh doanh BĐS đạt 754 tỷ đồng (giảm 47,1% svck và giảm 23,4% so với quý trước). BCM không cung cấp số liệu chi tiết cho hai mảng kinh doanh này, làm hạn chế khả năng phân tích các động lực tăng trưởng cốt lõi. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này đạt 67,1%, cao hơn nhiều so với mức 39,2% trong Q1/2025 (nhưng thấp hơn mức 87,1% trong Q4/2025).

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2026-2028

Nhìn chung, HSC dự báo tổng lợi nhuận năm 2026 của sáu nhà phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị sẽ giảm 7,4% svck, sau khi điều chỉnh giảm 12,7% tổng dự báo lợi nhuận của cả nhóm nhằm phản ánh triển vọng thận trọng hơn của ngành. KBC và BCM được dự báo là hai nhân tố chính tạo áp lực lên đà tăng trưởng chung của nhóm cổ phiếu BĐS KCN. Theo dự báo của chúng tôi, lợi nhuận của hai công ty này sẽ giảm mạnh lần lượt 34% svck và 52,1% svck.

Đáng chú ý, lợi nhuận của PHR và VGC được dự báo sẽ tăng mạnh svck – tương ứng ở mức 179,1% và 43,3% – nhưng động lực lại đến từ KQKD của các mảng kinh doanh khác chứ không phải từ mảng cho thuê khu công nghiệp cốt lõi. Trong khi lợi nhuận thuần của PHR dự kiến sẽ cải thiện nhờ khoản tiền đền bù đất từ VSIP, thì VGC được kỳ vọng sẽ ghi nhận đà phục hồi lợi nhuận ở mảng VLXD.

Cho giai đoạn 2025-2028, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của cả nhóm sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 16,8%, trong đó PHR dẫn đầu với mức tăng trưởng 46,2% và BCM thấp nhất ở mức 1,1%.

Bảng 8: Doanh thu thực tế và dự báo, các công ty BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị của HSC

Tỷ đồng	2025A	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng	2028F	Tăng trưởng
SIP	8,596	9,161	6.6%	9,742	6.3%	10,394	6.7%
PHR	1,795	1,878	4.6%	1,983	5.6%	2,434	22.7%
IDC	8,588	9,250	7.7%	10,760	16.3%	12,151	12.9%
VGC	13,315	17,856	34.1%	18,528	3.8%	19,297	4.2%
KBC	6,687	6,863	2.6%	12,047	75.5%	20,732	72.1%
BCM	6,953	6,810	-2.1%	6,943	2.0%	8,452	21.7%
Tổng cộng	45,934	51,818	12.8%	60,003	15.8%	73,460	22.4%

Nguồn: HSC

Bảng 9: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, các công ty BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị của HSC

Tổng lợi nhuận thuần dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR là 16,8%

Tỷ đồng	2025A	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng	2028F	Tăng trưởng
SIP	1,323	1,345	1.7%	1,469	9.2%	1,640	11.6%
PHR	478	1,334	179.1%	1,619	21.4%	1,494	-7.7%
IDC	1,932	2,188	13.3%	2,179	-0.4%	2,647	21.5%
VGC	1,403	2,010	43.3%	2,151	7.0%	2,609	21.3%
KBC	2,104	1,388	-34.0%	2,264	63.1%	5,119	126.1%
BCM	3,501	1,677	-52.1%	2,278	35.8%	3,619	58.9%
Tổng	10,741	9,942	-7.4%	11,960	20.3%	17,128	43.2%

Nguồn: HSC

Xét theo từng công ty:

- Đối với **SIP**, HSC dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 sẽ tăng trưởng lần lượt 1,7%, 9,2% và 11,6%. Động lực bứt phá chủ yếu đến từ kết quả cho thuê đất KCN trong Q1/2026 cao hơn kỳ vọng và lợi nhuận HĐ tài chính cải thiện. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên giả định diện tích đất cho thuê ở mức 55 ha/năm cho giai đoạn 2027-2028 (và 60 ha cho năm 2026).
- Đối với **PHR**, chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 138,7% và 172,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 lên mức 1.334 tỷ đồng (tăng trưởng 179,1%) và 1.600 tỷ đồng (tăng trưởng 21,4%), nhờ doanh thu mảng cao su cải thiện và ghi nhận tiền đền bù đất từ hai dự án KCN VSIP III và Bắc Tân Uyên 1. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần đạt 1.494 tỷ đồng (giảm 7,7% svck) trên doanh thu 2.434 tỷ đồng (tăng trưởng 22,7%), nhờ đóng góp từ các KCN

Tân Bình 2 và Tân Lập 1, cũng như ghi nhận phần doanh thu còn lại từ dự án KCN Bắc Tân Uyên 1.

- Đối với **IDC**, chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 5,1% và 8,6% dự báo doanh thu cho thuê đất công nghiệp năm 2026-2027 nhằm phản ánh nhu cầu ngắn hạn mờ nhạt khi thị trường chuyển sang tâm lý "án binh bất động". Tuy nhiên, mức giảm này dự kiến được bù đắp hoàn toàn từ việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận HĐ tài chính do công ty có số dư tiền mặt dồi dào trong môi trường lãi suất cao. Do đó, lợi nhuận thuần năm 2026 dự kiến vẫn tăng trưởng 13,3%. Nhìn về dài hạn, phần đóng góp ban đầu từ các KCN Vinh Quang và Tân Phước trong nửa cuối năm 2026 dự kiến sẽ tạo tiền đề cho đà tăng trưởng tích cực trong năm 2028 (tăng trưởng 21,5%), bên cạnh sự hỗ trợ từ nguồn thu nhập ổn định của mảng năng lượng, BOT và dịch vụ khu công nghiệp.
- Đối với **VGC**, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ đạt mức tăng trưởng hai chữ số trong năm 2026 nhờ có diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu vững chắc và đà phục hồi của mảng VLXD (đặc biệt là phân khúc kính). Mặc dù vậy, áp lực từ các chi phí chuyển giao tăng cao sẽ giới hạn dư địa mở rộng của tỷ suất lợi nhuận. Nhìn chung, lợi nhuận thuần giai đoạn 2026–2028 được dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt 43,3%, 7% và 21,3%.
- Đối với **KBC**, chúng tôi điều chỉnh giảm 62,3% và 38,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 xuống còn 1.388 tỷ đồng và 2.264 tỷ đồng, đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, với lợi nhuận thuần đạt 5.119 tỷ đồng. Lưu ý rằng dự báo lợi nhuận cho năm 2026 của chúng tôi vẫn thấp hơn KHKD của công ty, chủ yếu do chúng tôi đưa ra các giả định thận trọng hơn về thời gian bắt đầu cho thuê dự án Trảng Cát (kỳ vọng bắt đầu hoạt động từ năm 2027 thay vì cuối năm 2026), cùng với chi phí lãi vay dự kiến tăng cao trong bối cảnh dư nợ tăng và chi phí huy động vốn neo ở mức cao.
- Đối với **BCM**, chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 27,1% và 14,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 xuống còn 1.700 tỷ đồng (giảm 52,1% svck) và 2.300 tỷ đồng (tăng trưởng 35,8%), dựa trên giả định doanh thu bán đất ở tại Thành phố mới Bình Dương và diện tích đất KCN bàn giao giảm. KCN Cây Trường được đưa vào hoạt động (từ năm 2026) và KCN Bàu Bàng mở rộng (hoạt động từ Q4/2025) sẽ là những động lực chính thúc đẩy đà tăng trưởng lợi nhuận mảng KCN của BCM trong giai đoạn 2026-2028, với diện tích đất tự cho thuê dự kiến đạt lần lượt 39 ha, 35 ha và 35 ha. Liên doanh VSIP tiếp tục đóng vai trò trụ cột lợi nhuận quan trọng khác. Chúng tôi kỳ vọng diện tích đất cho thuê lần lượt đạt 310 ha, 330 ha và 358 ha trong giai đoạn 2026-2028.

For **BCM**, we cut our 2026-27 net profit forecasts by 27.1% to VND1.7tn (down 52.1% y/y) and by 14.2% to VND2.3tn (up 35.8% y/y), respectively on lower assumed Binh Duong New City residential land sales and industrial land deliveries. The newly launched Cay Truong IP (operational from 2026) and Bau Bang Expansion (launched in 4Q25) should be BCM's key IP earnings drivers in 2026-28F, with expected own-account leased area of 39 ha / 35 ha / 35 ha respectively. VSIP remains the other major earnings pillar, where we now expect leased area of 310 ha/330 ha/358 ha in 2026-28, respectively.

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

Về các giả định của chúng tôi, HSC áp dụng quan điểm thận trọng hơn đối với triển vọng ngắn và trung hạn của các nhà phát triển BĐS KCN cho đến khi xuất hiện những tín hiệu rõ ràng hơn về sự ổn định vĩ mô toàn cầu cũng như diễn biến giá VLXD rõ ràng hơn.

Cụ thể, chúng tôi tăng 10 điểm phần trăm mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV đối với tất cả các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị để phản ánh quan điểm mới này. PHR là trường hợp ngoại lệ duy nhất trong danh sách khuyến nghị nhờ có động lực tăng trưởng ngắn hạn từ các khoản tiền đền bù đất sắp tới từ VSIP 3 và Thaco. Dòng tiền này đóng vai trò là bệ đỡ vững chắc, giúp giảm thiểu rủi ro đột biến và bảo toàn giá trị tài sản ròng cho công ty. Do đó, chúng tôi đã loại bỏ hoàn toàn mức

chiết khấu 20% (giảm 20 điểm phần trăm) trước đây đối với cổ phiếu này trong mô hình định giá.

Dựa trên quan điểm thận trọng này, kết hợp với các điều chỉnh về RNAV/cp, chúng tôi giảm giá mục tiêu đối với 5 trên 6 cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị. Trong đó KBC (giảm 21,3%) và BCM (giảm 16,7%) có mức điều chỉnh sâu nhất.

PHR là trường hợp ngoại lệ với giá mục tiêu mới tăng lên 86.000đ (tầm năng tăng giá là 30%). Kết quả này có được là nhờ tác động cộng hưởng từ việc giảm giá định WACC xuống 13,8% (giảm 1,4 điểm phần trăm), tăng 15,6% ước tính RNAV/cp và loại bỏ hoàn toàn mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV.

Bảng 10: Giá mục tiêu cũ và mới theo các giả định cơ sở, các công ty BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị của HSC

Giảm chiết khấu 10 điểm phần trăm đối với các công ty, riêng PHR được loại bỏ hoàn toàn chiết khấu nhờ bởi thường đất từ VSIP 3 và Thaco sắp thực hiện

Đồng	Tính toán WACC			RNAVPS dự phóng			Chiết khấu so với RNAV			Giá mục tiêu		
	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh (điểm %)	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh (điểm %)	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh
SIP*	14.5%	14.5%	-	112,882	125,728	11.4%	20%	30%	10	90,000	88,000	-2.2%
PHR	15.2%	13.8%	-1.4	74,400	86,000	15.6%	20%	0%	10	66,000	86,000	30.3%
IDC*	13.7%	13.7%	-	71,100	74,571	4.9%	20%	30%	10	56,900	52,200	-8.3%
VGC	12.2%	12.2%	-	66,000	71,312	8.1%	20%	30%	-20	52,800	50,500	-4.4%
KBC	12.7%	12.7%	-	63,439	58,259	-8.2%	30%	40%	10	44,500	35,000	-21.3%
BCM*	11.4%	11.9%	0.5	90,700	84,800	-6.5%	20%	30%	10	72,600	60,500	-16.7%

Ghi chú: *WACC điều chỉnh đối với PHR và BCM phản ánh giả định beta vốn chủ sở hữu mới.

Nguồn: HSC ước tính

Nhóm cổ phiếu BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị có hiệu suất kém hơn nhiều so với thị trường, khi chỉ đạt mức sinh lời bình quân khiêm tốn 3% trong vòng 12 tháng qua, so với mức tăng trưởng 25,9% của VN-Index – chỉ số vừa thiết lập mức đỉnh lịch sử 1.929 điểm vào giữa tháng 5/2026. Đợt sụt giảm mạnh của ngành trong 3 tháng qua phản ánh mức điều chỉnh sâu vào cuối tháng 1, giai đoạn mà KBC, SIP và PHR giảm mạnh, trong khi BCM cũng giảm 6,6% dưới áp lực chốt lời trên diện rộng và những lo ngại về thuế quan.

Trong danh sách khuyến nghị, PHR vẫn là cổ phiếu vượt trội (tăng 31,6% trong vòng 1 năm) nhờ có câu chuyện đầu tư rõ ràng. Ngược lại, BCM và KBC phải đối mặt với áp lực bị định giá lại ở mặt bằng thấp hơn, trong đó KBC chịu áp lực chiết khấu lớn do rủi ro ở bảng CĐKT khi tổng dư nợ vay tăng mạnh gấp 1,7 lần, chạm mốc 28 nghìn tỷ đồng.

Bảng 11: Diễn biến giá cổ phiếu, các công ty BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị của HSC

Giá cổ phiếu chỉ tăng 3,0% trong 1 năm qua, thấp hơn đáng kể so với mức tăng 25,9% của VN-Index.

	1 tháng	3 tháng	Từ đầu năm	1 năm
SIP	-8.8%	-10.8%	5.4%	-8.6%
PHR	9.6%	6.7%	15%	31.6%
IDC	-3.9%	-10.3%	19.2%	18.2%
VGC	-0.7%	-17.4%	1.1%	-1.9%
KBC	-10.0%	-13.8%	-13.7%	13.2%
BCM	3.6%	-18.1%	-9.3%	-9.9%
Trung bình	-1.7%	-2.7%	-10.6%	3.0%
VN Index	-1.1%	-2.7%	4.4%	25.9%

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Bảng 12: Định giá cổ phiếu, các công ty BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị của HSC

Cổ phiếu các công ty BĐS KCN hiện giao dịch tại mức chiết khấu của thị giá so với RNAV là 37,4%, rộng hơn đáng kể so với mức bình quân 3 năm là 15,4%

Đồng	Khuyến nghị		Thị giá Hiện tại	Giá mục tiêu	Tiềm năng Tăng giá	Dự phóng RNAVPS	Chiết khấu So với RNAV	Chiết khấu TB 3 năm	P/E trượt Dự phóng 1 năm	P/E trượt Dự phóng 3 năm	Độ lệch chuẩn So với bình quân
	Cũ	Mới									
SIP*	Mua vào	Mua vào	51,700	88,000	70.2%	125,728	-58.9%	-46.4%	9.2	12.0	-1.3
PHR	Tăng tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	67,300	86,000	27.8%	86,000	-21.7%	-21.6%	6.7	14.0	-1.9
IDC*	Mua vào	Mua vào	43,400	52,200	20.3%	74,571	-41.8%	-27.7%	6.6	7.9	-0.8
VGC	Tăng tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	42,300	50,500	19.4%	71,312	-40.7%	-20.0%	9.4	12.3	-0.8
KBC	Mua vào	Tăng tỷ trọng	30,500	35,000	14.8%	58,259	-47.6%	-41.5%	16.7	21.3	-0.5
BCM*	Tăng tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	55,100	60,500	9.8%	84,800	-35.0%	27.5%	29.5	29.6	-0.1
TB					18.4%		-37.4%	-15.4%			

Ghi chú: * Mức chiết khấu bình quân và P/E dự phóng kể từ báo cáo khuyến nghị lần đầu (dưới 3 năm).
Nguồn: HSC ước tính

Kết luận và phương pháp định giá

Các nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị hiện đang giao dịch ở mức chiết khấu bình quân 37,4% so với ước tính RNAV, lớn hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 15,4%. HSC cho rằng mức chiết khấu ngày càng sâu này phản ánh sự nhạy cảm ngày càng lớn của thị trường trước tình hình bất ổn ngày càng gia tăng trên toàn cầu, cũng như chi phí VLXD và nhân công tăng vọt – những yếu tố đang gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của các nhà phát triển, thúc đẩy toàn ngành quay trở lại tâm lý "án binh bất động".

Trong bối cảnh đó, chúng tôi tiếp tục ưa thích cổ phiếu **SIP** (tiềm năng tăng giá là 70%) và **IDC** (tiềm năng tăng giá là 20%) nhờ năng lực triển khai dự án đã được kiểm chứng trong việc phát triển các dự án BĐS KCN có chất lượng cao. Quỹ đất của hai công ty này tập trung tại miền Nam Việt Nam – khu vực tiếp tục là điểm đến hàng đầu của dòng vốn FDI vào các ngành thâm dụng lao động lẫn công nghệ cao, và được củng cố mạnh mẽ bởi làn sóng "Trung Quốc+1". Cả hai công ty cũng có lượng tiền mặt dồi dào, tạo lợi thế vững chắc trong môi trường lãi suất cao, nên chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận HD tài chính.

Chúng tôi cũng đánh giá cao **PHR** và xem đây là cổ phiếu lựa chọn hàng đầu cho chiến lược đầu tư ngắn hạn, nhờ có luận điểm đầu tư rõ ràng với khoản tiền đền bù đất từ dự án VSIP III và Bắc Tân Uyên 1. Là một cổ phiếu có tính đòn bẩy cao nhờ câu chuyện chuyển đổi đất cao su, lợi nhuận của PHR có cơ hội tăng mạnh, mang lại triển vọng tăng trưởng rõ ràng trong bối cảnh toàn ngành có tâm lý "án binh bất động". Trong dài hạn, chúng tôi nhận thấy mảng phát triển khu công nghiệp và các dự án hạ tầng phụ trợ phục vụ khách thuê có nhiều cơ hội hấp dẫn. Những cơ hội này bắt nguồn từ lợi thế cạnh tranh cốt lõi của PHR khi sở hữu quỹ đất cao su lớn, tạo điều kiện cho công ty thực hiện chuyển đổi đất cao su sang đất công nghiệp hiệu quả hơn và định vị trở thành nhà phát triển BĐS KCN được ưu tiên lựa chọn cho các dự án khu công nghiệp mới theo Luật Đầu tư và Luật Đất đai hiện hành.

Đối với **VGC**, mặc dù sở hữu diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu dồi dào cùng với đà phục hồi của mảng VLXD dự kiến sẽ tạo tiền đề cho doanh thu tăng trưởng hai chữ số, HSC dự báo đà mở rộng của tỷ suất lợi nhuận sẽ bị giới hạn do các chi phí đầu vào tăng cao.

Chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với **KBC** và **BCM** do các rủi ro trọng yếu liên quan đến tiến độ triển khai dự án trong ngắn hạn, đi kèm với áp lực từ tỷ lệ đòn bẩy cao, gây ra gánh nặng chi phí lãi vay lớn trong môi trường lãi suất cao. Đồng thời, tiến độ ghi nhận lợi nhuận có chậm tại các dự án có đóng góp cốt lõi, như Trảng Cát (KBC) và Thành phố mới Bình Dương (BCM).

Phụ lục: Thông tư 99 - Ghi nhận doanh thu một lần hay phân bổ dần

Được ban hành vào ngày 27/10/2025, Thông tư 99/2025/TT-BTC chính thức thay thế Thông tư 200/2014 cho các năm tài chính bắt đầu từ hoặc sau ngày 1/1/2026. Thông tư 99 thiết lập lại chế độ kế toán của Việt Nam bằng việc gắn liền hoạt động ghi nhận doanh thu với nghĩa vụ thực hiện thay vì thời điểm thu tiền.

Đối với các nhà phát triển BĐS KCN – những công ty có mô hình kinh doanh truyền thống vốn phụ thuộc vào việc hạch toán một lần toàn bộ tiền thuê đất trả trước cho chu kỳ 30 đến 50 năm vào doanh thu – đây là đợt cải tổ kế toán có sức ảnh hưởng lớn nhất trong hơn một thập kỷ qua.

Thị trường trong giai đoạn đầu thường có xu hướng diễn dịch Thông tư 99 như một chế tài nghiêm ngặt, loại bỏ hoàn toàn khả năng hạch toán doanh thu một lần đối với phần đất KCN cho thuê lại. Tuy nhiên, thực tế mang tính phân hóa và nhiều sắc thái hơn. Mặc dù Thông tư 99 bắt buộc phải phân bổ doanh thu đối với các hợp đồng cho thuê trả trước nhiều kỳ, thông tư này không trực tiếp đưa ra quy định phân loại đối với các hợp đồng cho thuê lại khu công nghiệp.

Thay vào đó, việc phân loại phụ thuộc vào bản chất của hợp đồng theo Chuẩn mực Kế toán Việt Nam số 14 (VAS 14 - Doanh thu) khi đối chiếu với Chuẩn mực Kế toán Việt Nam số 06 (VAS 06 - Cho thuê tài sản). Nếu quyền kiểm soát, rủi ro và lợi ích gắn liền với quyền sở hữu được chuyển giao hoàn toàn và không đi kèm nghĩa vụ thực hiện nào tiếp theo, phương án ghi nhận doanh thu một lần vẫn có cơ sở để bảo vệ. Ngược lại, doanh thu bắt buộc phải được phân bổ dần trong suốt thời hạn thuê đất.

Phân tích chi tiết

Đối với một nhà phát triển BĐS KCN, chỉ có một vài điều khoản trong Thông tư 99 là quan trọng nhất; phần còn lại chủ yếu mang tính chất thủ tục hành chính. Những thay đổi chính bao gồm:

- Doanh thu phải được ghi nhận trên cơ sở **hoàn thành nghĩa vụ thực hiện** – nghĩa là khi công ty bàn giao những gì đã cam kết với khách hàng – thay vì dựa trên thời điểm thu tiền hoặc phát hành hóa đơn.
- Đối với các hợp đồng gồm **nhiều nghĩa vụ cần thực hiện** (ví dụ: quyền sử dụng đất, sử dụng hạ tầng, dịch vụ quản lý vận hành định kỳ), công ty phải bóc tách và phân bổ doanh thu cho từng nghĩa vụ theo giá trị hợp lý độc lập. Doanh thu khi đó chỉ được ghi nhận khi từng nghĩa vụ tương ứng đã được hoàn thành.
- **Đối với các hợp đồng cho thuê tài sản/bất động sản thu tiền trước nhiều kỳ**, khoản tiền thực thu phải được phân bổ dần vào doanh thu theo thời gian thuê, tương ứng với các kỳ hạn của hợp đồng.
- Nguyên tắc ghi nhận doanh thu phải phù hợp với **bản chất kinh tế của giao dịch thay vì hình thức pháp lý** – đây là bước đi trực tiếp hướng tới sự hội nhập quốc tế (ngôn ngữ quy định bám sát chuẩn mực IFRS 15).

Mặc dù vậy, Thông tư 99 vẫn tồn tại một khoảng trống pháp lý quan trọng chưa được định hình rõ ràng: Bản chất của hợp đồng cho thuê lại đất KCN sẽ phải phân loại kỹ thuật là một cấu phần "cho thuê tài sản" hay một giao dịch "bán hàng"?

Bản thân Thông tư 99 không trực tiếp định hình khuôn khổ phân loại kỹ thuật cho hoạt động cho thuê lại đất KCN. Thay vào đó, thông tư chỉ thiết lập cơ chế ghi nhận doanh thu mang tính hệ quả, dựa trên kết quả phân loại gốc vốn thuộc phạm vi điều chỉnh cốt lõi của hệ thống Chuẩn mực Kế toán Việt Nam hiện hành:

- **VAS 14 (Doanh thu và Thu nhập khác)** – áp dụng cho bán hàng hóa/bất động sản: Doanh thu được ghi nhận tại một thời điểm duy nhất khi: (i) phần lớn rủi ro và lợi ích đã được chuyển giao cho bên mua, (ii) bên bán không còn quyền kiểm soát hệ thống, (iii) doanh thu và chi phí có thể được xác định một cách đáng tin cậy, và (iv) có khả năng thu được lợi ích kinh tế. **Nếu một hợp đồng cho thuê lại đáp ứng tất cả các điều kiện này, phương án ghi nhận doanh thu một lần là khả thi.**

- **VAS 06 (Thuê tài sản)** – áp dụng cho thuê tài sản: Quyền sử dụng đất thường được phân loại là thuê hoạt động vì: (i) đất đai có thời gian sử dụng kinh tế vô hạn trên thực tế, và (ii) quyền sở hữu cuối cùng không được chuyển giao cho bên thuê. Theo VAS 06, tiền thuê đất thu trước phải được hoãn lại và phân bổ dần trong suốt thời hạn thuê.

Hợp đồng cho thuê lại đất công nghiệp có những đặc tính lai. Tiền thuê đất được thanh toán trọn gói một lần ngay từ đầu, khách hàng được cấp Giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, có đầy đủ quyền thế chấp, cho thuê lại và chuyển nhượng tài sản gắn liền với đất – những đặc tính pháp lý này tiệm cận với bản chất của một giao dịch bán hàng. Nhưng về mặt pháp lý, chủ đầu tư đang cho thuê lại quỹ đất đang đi thuê từ Nhà nước, quyền sở hữu cuối cùng không được chuyển giao, và chủ đầu tư thường vẫn phải duy trì các nghĩa vụ (bảo trì khu vực chung, cung cấp tiện ích, vận hành hạ tầng kỹ thuật) – những đặc tính này lại hoàn toàn tương đồng với bản chất của một hợp đồng thuê hoạt động.

Thông tư 99 không đứng ra phán quyết điều này. Thông tư chỉ quy định mang tính bắt buộc: Nếu doanh nghiệp xác định giao dịch đó là cho thuê, thì phải phân bổ; nếu xác định đó là một giao dịch bán hàng, thì ghi nhận một lần tại thời điểm bàn giao, với điều kiện đáp ứng toàn bộ các tiêu chuẩn của VAS 14.

Chúng tôi được biết nhiều nhà phát triển BĐS KCN đã gửi văn bản xin ý kiến hướng dẫn chính thức từ Bộ Tài chính nhằm làm rõ liệu việc khách hàng tất toán toàn bộ tiền thuê đất, kết hợp với hoạt động bàn giao mặt bằng và cấp Giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, đã đủ điều kiện cấu thành một giao dịch bán hàng theo VAS 14 để cho phép hạch toán một lần hay chưa.

Theo đó, hướng dẫn từ Bộ Tài chính cho biết: "Nếu nhà phát triển vẫn chịu trách nhiệm vận hành, bảo trì hạ tầng dùng chung, hệ thống kỹ thuật hoặc các tiện ích của khu công nghiệp trong suốt thời gian thuê, nghĩa vụ đó có thể bắt buộc doanh nghiệp phải phân bổ doanh thu theo thời gian".

Quan điểm của HSC

HSC hiểu rằng Thông tư 99 hướng tới việc cung cấp các hướng dẫn rõ ràng hơn về hoạt động ghi nhận doanh thu cho các giao dịch trong phân khúc cho thuê đất khu công nghiệp, thay vì đơn phương phân loại lại các cấu trúc hợp đồng hiện tại. Phương pháp ghi nhận doanh thu kép vẫn được áp dụng và kết quả cuối cùng phụ thuộc vào cách các nhà phát triển cấu trúc hợp đồng của mình.

Trong danh sách khuyến nghị, KBC, VGC và IDC vẫn áp dụng phương thức ghi nhận doanh thu một lần, do các hợp đồng của những công ty này được cấu trúc dưới dạng bán hạ tầng. Theo mô hình này, các nhà phát triển chuyển giao hạ tầng KCN hoàn thiện trên đất cho khách thuê, đồng thời đóng vai trò chủ yếu là bên hỗ trợ khách thuê thực hiện các thủ tục xin phê duyệt và hoàn thành các nghĩa vụ liên quan đến đất đai với cơ quan chức năng. Do việc bàn giao hạ tầng đáp ứng các tiêu chí để ghi nhận doanh thu một lần ngay từ đầu, BLĐ các công ty kỳ vọng sẽ không có thay đổi nào đối với phương pháp hạch toán kế toán hiện tại.

Trong khi đó, PHR và SIP, cùng với các công ty con và công ty liên kết thuộc Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (VRG), được dự báo sẽ tiếp tục áp dụng phương pháp phân bổ dần doanh thu. Nguyên nhân là do cấu trúc hợp đồng của các đơn vị này tuân theo mô hình thỏa thuận cho thuê lại, với các nghĩa vụ và trách nhiệm liên quan đến đất đai kéo dài suốt thời hạn thuê. Tuy nhiên, các nhà phát triển này vốn đã và đang áp dụng phương pháp phân bổ, đồng nghĩa với việc tác động từ hướng dẫn mới là không đáng kể.

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng sẽ không có thay đổi lớn nào trong thực tiễn ghi nhận doanh thu đối với các nhà phát triển khu công nghiệp trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi.

Mua vào (giữ nguyên)

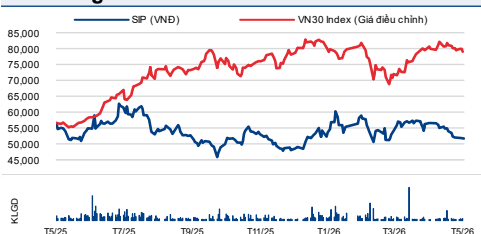
Giá mục tiêu: VNĐ88,000 (từ VNĐ90,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 70.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2026)	51,700
Mã Bloomberg	SIP VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	45,827-62,691
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	51,700
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	10,885
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	413
Slg CP lưu hành (tr.đv)	211
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	103
Slg CP NN được mua (tr.đv)	10.2
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	44.1%
Tỷ lệ freefloat	53.4%
Cổ đông lớn	1 tư và Phát triển Đô (19.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(8.63)	(10.8)	(8.64)
So với chỉ số	(7.58)	(8.07)	(34.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	5,304	5,467	(3.0)
2027F	5,818	5,805	0.2
2028F	6,524	6,145	6.2

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

SIP là một trong những nhà phát triển khu công nghiệp lớn nhất Việt Nam, sở hữu hơn 3.200 ha đất cho thuê tại các KCN phía Nam. Công ty cũng hoạt động trong lĩnh vực tiện ích và bất động sản nhà ở.

Chuyên viên phân tích

Đoàn Bảo Anh Tuấn

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tuan.dba@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Nguyễn Lê Cẩm Ly

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
ly.nlc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Giảm giá mục tiêu sau khi đánh giá lại triển vọng; Mua vào mạnh

- HSC giảm nhẹ 2,2% giá mục tiêu theo phương pháp SOTP đối với SIP xuống còn 88.000đ sau khi đánh giá lại triển vọng của ngành và KQKD Q1/2026 vững chắc của công ty. Do đó, với tiềm năng tăng giá 70% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028, cho thấy lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi, lợi nhuận thuần và doanh thu thuần tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR 3 năm đạt 9,1%, 7,4% và 6,5%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, SIP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,2 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi niêm yết trên sàn HoSE vào tháng 8/2023 ở mức 12 lần và cổ phiếu cũng đang giao dịch với mức chiết khấu 58,6% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với mức bình quân chiết khấu RNAV kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2025 ở mức 46,2%.

Sự kiện: Cập nhật sau khi phân tích KQKD Q1/2026 & triển vọng ngành

HSC điều chỉnh dự báo lợi nhuận và giá định giá đối với SIP sau khi phân tích triển vọng ngành và KQKD Q1/2026 vững chắc của công ty. Trong đó, diện tích đất được bàn giao đạt 35 ha trong Q1/2026, trong khi diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu trong tháng 4/2026 đạt 23,1 ha, qua đó tích cực hỗ trợ cho triển vọng lợi nhuận cho cả năm 2026.

Tác động: Tăng nhẹ dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028

Dựa trên KQKD Q1/2026, HSC tăng dự báo tổng diện tích đất cho thuê mới trong năm 2026 lên 60 ha (từ mức 50 ha trước đó), tăng 2,1 lần so với cùng kỳ và sát với KHKD thận trọng của BLĐ. Do SIP áp dụng phương pháp phân bổ doanh thu cho thuê trong suốt thời hạn thuê (thường là 50 năm), chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 3,6% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028, phản ánh đà tăng trưởng tích cực của diện tích đất cho thuê và lợi nhuận HĐ tài chính cao hơn (được điều chỉnh tăng từ 2,2% - 17,9% trong giai đoạn 2026-2028). Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi, lợi nhuận thuần và doanh thu thuần tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 9,1%, 7,4 và 6,5%. Vị thế tiền mặt của SIP tiếp tục duy trì ở mức vững chắc. Chúng tôi dự báo số dư tiền mặt có thể đạt 6,9 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2026.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, SIP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,2 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi cổ phiếu được niêm yết trên sàn HoSE vào ngày 23/8/2023 ở mức 12 lần và cổ phiếu cũng đang giao dịch với mức chiết khấu 58,6% so với ước tính RNAV (điều chỉnh tăng 11,4%), lớn hơn so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2025 ở mức 46,2%. Chúng tôi giảm 2,2% giá mục tiêu xuống còn 88.000đ. Việc điều chỉnh tăng 11,4% ước tính RNAV lên 125.728đ (nhờ điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và lùi cơ sở định giá thêm 6 tháng về giữa năm 2027) không đủ để bù đắp cho tác động từ việc tăng 10 điểm phần trăm mức chiết khấu so với ước tính RNAV lên mức 30%. Mức chiết khấu 30% này tiệm cận với mức bình quân của SIP, đồng thời phản ánh rõ nét quan điểm thận trọng của chúng tôi về triển vọng ngành trong bối cảnh tâm lý thị trường suy yếu, bất ổn vĩ mô gia tăng và chi phí xây dựng leo thang. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá là 70% tại giá mục tiêu mới.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,321	1,600	1,689	1,816	1,993
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,170	1,323	1,345	1,469	1,640 ▲
EPS ĐC (đồng)	5,248	5,303	5,304	5,818	6,524 ▲
DPS (đồng)	1,705	1,790	1,790	1,790	1,790
BVPS (đồng)	23,121	24,014	28,317	33,162	38,743
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.5	10.3	9.74	9.01	8.05
P/E ĐC (lần)	9.85	9.75	9.75	8.89	7.92
Lợi suất cổ tức (%)	3.30	3.46	3.46	3.46	3.46
P/B (lần)	2.24	2.15	1.83	1.56	1.33
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	11.5	1.06	0.02	9.69	12.1
ROAE (%)	26.3	24.8	21.2	19.7	18.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Diện tích đất cho thuê vững chắc trong bối cảnh thận trọng của toàn ngành

SIP ghi nhận KQKD vững chắc trong Q1/2026 đầy khởi sắc nhờ hấp thụ dòng nhu cầu dồn nén, sau khi Mỹ công bố biểu thuế quan vào tháng 8/2025. Nhờ diện tích đất cho thuê đất KCN trong Q1/2026 vượt kỳ vọng và lợi nhuận HĐ tài chính cải thiện, HSC tăng dự báo diện tích đất cho thuê mới trong năm 2026 thêm 10 ha lên mức 60 ha (tăng 2,1 lần so với cùng kỳ). Qua đó, dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 cũng được điều chỉnh tăng bình quân 3,6%. Mặc dù vậy, chúng tôi giảm 2,2% giá mục tiêu xuống còn 88.000đ, do việc tăng 11,4% ước tính RNAV không đủ để bù đắp cho tác động từ việc tăng mức chiết khấu so với RNAV lên 30% (từ mức 20% trước đó). Mức chiết khấu này tiệm cận với mức chiết khấu bình quân của SIP, đồng thời phản ánh quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi về triển vọng ngành và tâm lý thận trọng hơn của nhà đầu tư trong bối cảnh địa chính trị bất ổn và giá VLXD tăng vọt.

Cập nhật sau khi công bố KQKD Q1/2026

KQKD Q1/2026 vừa được công bố của SIP cho thấy lợi nhuận thuần đạt 334 tỷ đồng (giảm 4,9% svck nhưng tăng 4,9% so với quý trước) trên doanh thu 2,2 nghìn tỷ đồng (tăng 11,5% svck nhưng tăng 5,5% so với quý trước). Kết quả trên hoàn thành 25,3% và 23,9% dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu cho cả năm 2026 của chúng tôi. Những thông tin đáng chú ý như sau:

- **Doanh thu cho thuê đất KCN** nhìn chung đi ngang ở mức 177 tỷ đồng (giảm 0,6% so với cùng kỳ và giảm 0,4% so với quý trước), với diện tích đất được bàn giao đạt 35 ha trong Q1/2026. Theo thông tin mới nhất, trong tháng 4, công ty đã ký biên bản ghi nhớ cho thuê thêm 23,1 ha đất tại KCN Lộc An - Bình Sơn, qua đó hoàn thành tổng cộng 96,8% kế hoạch cả năm 2026 (60 ha). Đáng chú ý, chỉ riêng giao dịch này đã vượt xa mục tiêu ban đầu cho cả năm của BLĐ là 10 ha đối với riêng dự án này.
- **Mảng Tiện ích & Dịch vụ** ghi nhận doanh thu vẫn vững chắc ở mức 1,9 nghìn tỷ đồng (tăng 9% svck nhưng giảm 5,4% so với quý trước), tiếp tục đóng vai trò là bệ đỡ tạo ra dòng tiền thường xuyên.
- **Mảng BĐS nhà ở** ghi nhận doanh thu 39 tỷ đồng (giảm 53,5% so với quý trước), phản ánh việc tiếp tục bàn giao tại dự án Khu đô thị Phước Đông.

Lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi đạt 382 tỷ đồng (tăng 44,4% svck và tăng 2,9% so với quý trước), với tỷ suất lợi nhuận gộp ổn định ở mức 16,5% (so với mức 16,0% trong Q4/2025 và 16,5% trong Q1/2025), sau khi loại trừ khoản lợi nhuận không thường xuyên 48 tỷ đồng (sau thuế) – chủ yếu là lãi cho vay – được ghi nhận trong Q1/2026.

Bảng 13: KQKD Q1/2026, SIP

Tỷ đồng	Q1/25	Q4/25	Q1/26	svck	svqt
Doanh thu thuần	1,941	2,292	2,165	11.5%	-5.5%
Doanh thu đất KCN	117	117	117	-0.6%	-0.4%
Tiện ích & Dịch vụ	1,737	2,002	1,893	9.0%	-5.4%
BDS khu dân cư	-	83	39	N/m	-53.5%
Doanh thu khác	87	89	116	33.2%	29.5%
Lợi nhuận gộp	320	366	357	11.5%	-2.4%
Lợi nhuận tài chính	190	116	126	-33.8%	8.8%
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	15	(7)	9	-41.5%	N/m
Chi phí BH&QL	(25)	(61)	(45)	77.0%	-26.6%
LNST	499	465	447	-10.4%	-3.8%
LNST	402	365	357	-11.4%	-2.4%
Lợi nhuận thuần	351	321	334	-4.9%	4.1%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	87	(50)	(48)	-154.7%	-4.5%
Lợi nhuận thuần HKKD "cốt lõi"	264	371	382	44.4%	2.9%
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>16.5%</i>	<i>16.0%</i>	<i>16.5%</i>		
<i>Tỷ suất lợi nhuận thuần</i>	<i>18.1%</i>	<i>14.0%</i>	<i>15.4%</i>		

Nguồn: SIP

Dự báo lợi nhuận: Điều chỉnh tăng nhẹ

Như đã thảo luận trong phần Báo cáo nhanh về ngành, HSC cho rằng ngành BDS KCN Việt Nam đang trở lại trạng thái "án binh bất động". Tâm lý này xuất hiện bất chấp nhu cầu thuê đất tăng mạnh trong thời gian gần đây, được thúc đẩy chủ yếu bởi lượng cầu dồn nén sau khi Mỹ công bố biểu thuế quan vào tháng 8/2025. Mặc dù vốn FDI đăng ký về mặt bản chất vẫn duy trì được động lực cấu trúc tốt, giới đầu tư đang trở nên chọn lọc hơn trong bối cảnh địa chính trị bất ổn, chi phí xây dựng leo thang và tâm lý suy giảm của ngành sản xuất toàn cầu. Do đó, chúng tôi tăng dự báo diện tích đất được cho thuê trong năm 2026 lên 60 ha, sát với KHKD thận trọng của BLĐ. Mức điều chỉnh tăng này (so với dự báo trước đó của chúng tôi là 50 ha) được đưa ra dựa trên KQKD vững chắc trong Q1/2026.

Tuy nhiên, chúng tôi nhấn mạnh nguồn thu định kỳ từ mảng tiện ích – nhờ tệp khách hàng mở rộng và tỷ lệ lấp đầy tích lũy gia tăng tại các KCN – sẽ tiếp tục là bộ đỡ vững chắc bảo vệ lợi nhuận của công ty.

Chúng tôi tăng bình quân 3,6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028, dựa trên kết quả cho thuê đất công nghiệp trong Q1/2026 cao hơn kỳ vọng và lợi nhuận HĐ tài chính cải thiện. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên giả định diện tích đất KCN được cho thuê ở mức 55 ha/năm cho giai đoạn 2027-2028.

Bảng 14: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028, SIP

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2026F				
Doanh thu thuần	9,071	9,161	1.0%	6.5%
Doanh thu đất KCN	465	478	2.7%	11.6%
Tiện ích & Dịch vụ	8,138	8,216	1.0%	7.7%
BDS khu dân cư	136	136	-0.3%	-38.5%
Doanh thu khác	333	333	-0.1%	2.3%
Lợi nhuận gộp	1,422	1,442	1.4%	7.4%
Lợi nhuận tài chính	492	503	2.2%	-13.7%
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	61	61	-0.5%	56.1%
Chi phí BH&QL	159	162	1.7%	-6.1%
LNTT	1,815	1,844	1.6%	2.9%
Lợi nhuận thuần	1,323	1,345	1.7%	1.7%
Các khoản mục ròng không thường xuyên		(48)	N/m	29.7%
Lợi nhuận thuần HĐKD “cốt lõi”	1,323	1,297	-2.0%	0.9%
2027F				
Doanh thu thuần	9,657	9,742	0.9%	6.3%
Doanh thu đất KCN	524	531	1.4%	11.3%
Tiện ích & Dịch vụ	8,647	8,726	0.9%	6.2%
BDS khu dân cư	152	152	0.3%	12.5%
Doanh thu khác	333	333	-0.1%	0.0%
Lợi nhuận gộp	1,561	1,573	0.7%	9.0%
Lợi nhuận tài chính	492	544	10.5%	8.2%
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	61	61	-0.5%	0.0%
Chi phí BH&QL	169	169	-0.1%	4.4%
LNTT	1,945	2,008	3.2%	8.9%
Lợi nhuận thuần	1,418	1,469	3.6%	9.3%
Các khoản mục ròng không thường xuyên		-	N/m	-100.0%
Lợi nhuận thuần HĐKD “cốt lõi”	1,418	1,469	3.6%	9.3%
2028F				
Doanh thu thuần	10,305	10,394	0.9%	6.7%
Doanh thu đất KCN	596	608	2.0%	14.4%
Tiện ích & Dịch vụ	9,173	9,250	0.8%	6.0%
BDS khu dân cư	203	203	0.1%	33.3%
Doanh thu khác	333	333	-0.1%	0.0%
Lợi nhuận gộp	1,737	1,753	0.9%	11.5%
Lợi nhuận tài chính	504	594	17.9%	9.3%
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	61	61	-0.5%	0.0%
Chi phí BH&QL	178	178	-0.2%	5.2%
LNTT	2,123	2,231	5.1%	11.1%
Lợi nhuận thuần	1,553	1,640	5.6%	11.6%
Các khoản mục ròng không thường xuyên		-	N/m	N/m
Lợi nhuận thuần HĐKD “cốt lõi”	1,553	1,640	5.6%	11.6%

Nguồn: HSC ước tính

Cho năm 2026, chúng tôi tăng 1,7% dự báo lợi nhuận thuần lên 1.345 tỷ đồng (tăng trưởng 1,7%) trên doanh thu 9.161 tỷ đồng, phản ánh các giả định cập nhật về mức tăng trưởng cao hơn kỳ vọng của diện tích đất cho thuê trong Q1/2026.

Cho năm 2027-2028, HSC tăng lần lượt 0,9% và 4,6% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần chủ yếu dựa trên việc tăng giả định lợi nhuận HĐ tài chính trong môi trường lãi suất cao, nhờ công ty có vị thế tiền mặt dồi dào. HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2027-2028 lần lượt đạt 1.469 tỷ đồng (tăng trưởng 9,3%) và 1.640 tỷ đồng (tăng trưởng 11,6%). Dự báo lợi nhuận dựa trên doanh thu 9.742 tỷ đồng (tăng trưởng 6,3%) và 10.394 tỷ đồng (tăng trưởng 6,7%).

Triển vọng năm 2027-2028 dựa trên nhiều trụ cột chính:

- **(Giữ nguyên)** giả định diện tích đất KCN cho thuê ở mức vững chắc và vốn đã thận trọng là 55 ha cho cả hai năm 2027-2028. Đáng chú ý, dự án KCN Long Đức 2 được dự báo sẽ bắt đầu có đóng góp vào doanh thu từ năm 2027.
- **(Điều chỉnh tăng nhẹ)** dự báo doanh thu mảng dịch vụ tiện ích vốn đã vững chắc – dựa trên tỷ lệ lấp đầy dự kiến cao hơn kỳ vọng sau khi phản ánh diện tích đất KCN cho thuê vững chắc trong Q1/2026 vào mô hình định giá.
- **(Giữ nguyên)** các giả định đối với dự án Phước Đông New City với doanh thu dự kiến ổn định (kết thúc vào năm 2026 như dự báo trước đó). Đồng thời, chi phí bán hàng và quản lý được giả định tăng cao, chủ yếu do áp lực từ chi phí hoa hồng cho các đại lý bất động sản.
- **(Điều chỉnh tăng)** dự báo lợi nhuận HĐ tài chính nhờ mặt bằng lãi suất cao, yếu tố mang lại lợi ích trực tiếp nhờ lượng tiền, tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn dồi dào của SIP, vốn được dự phóng sẽ đạt tổng giá trị lần lượt là 12,9 nghìn tỷ đồng và 14,5 nghìn tỷ đồng cho các năm 2027-2028.

Do chưa có đủ thông tin liên quan đến tài sản được thanh lý hoặc kế hoạch bán cổ phần, chúng tôi không phản ánh lợi nhuận không thường xuyên vào mô hình dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028 (mặc dù chúng tôi không phản ánh khoản lợi nhuận 48 tỷ đồng được ghi nhận trong Q1/2026).

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi, lợi nhuận thuần và doanh thu thuần tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 9,1%, 7,4 và 6,5%.

Giảm 2,2% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Mua vào

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với SIP nhưng giảm nhẹ 2,2% giá mục tiêu theo phương pháp SOTP xuống còn 88.000đ, sau khi phân tích triển vọng của toàn ngành và KQKD Q1/2026 vững chắc của công ty. Việc điều chỉnh tăng 11,4% ước tính RNAV lên 125.728đ (nhờ điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và lùi cơ sở định giá thêm 6 tháng về giữa năm 2027) không đủ để bù đắp cho tác động từ việc tăng 10 điểm phần trăm mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV lên mức 30%. Mức chiết khấu 30% này tiệm cận với mức bình quân của SIP, đồng thời phản ánh rõ nét quan điểm thận trọng của chúng tôi về triển vọng ngành trong bối cảnh tâm lý thị trường suy yếu, bất ổn vĩ mô gia tăng và chi phí xây dựng leo thang.

Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá là 70% và cổ phiếu có P/E dự phóng giai đoạn 2026-2028 lần lượt ở mức 9,4 lần, 8,6 lần và 7,7 lần. Cổ phiếu cũng có P/B dự phóng giai đoạn 2026-2028 lần lượt ở mức 1,8 lần, 1,6 lần và 1,3 lần. Trong khi đó, chúng tôi điều chỉnh giá trị sổ sách của SIP dựa trên giả định rằng công ty áp dụng phương pháp ghi nhận doanh thu cho thuê đất KCN một lần tương tự như các công ty cùng ngành (được thảo luận chi tiết hơn ở phần bên dưới) – giá mục tiêu mới cho thấy P/B dự phóng giai đoạn 2026-2028 sẽ thấp hơn nhiều ở mức 1,1 lần và 0,9 lần và 0,8 lần.

Dưới đây là thông tin chi tiết về phương pháp định giá:

- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các KCN, dự án nhà ở, nhà kho và mảng năng lượng (phân phối điện, nước và xử lý chất thải). Chúng tôi chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) để định giá.
- Giả định WACC được giữ nguyên ở mức 14,5%, khi chúng tôi giữ nguyên giả định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh ở mức 10,25% (bao gồm phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75% và “phần bù phụ trội” 1,5% (như chúng tôi đã áp dụng cho tất cả cổ phiếu BDS) để phản ánh những đặc điểm riêng của thị trường vốn BDS trong nước), lãi suất phi rủi ro là 4% và hệ số beta là 1,2 lần (theo Bloomberg).
- Đối với các khoản đầu tư khác của SIP, chúng tôi định giá theo giá trị sổ sách tương ứng.

Bảng 15: Định giá SOTP, SIP

(tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu của SIP	Định giá (giữa năm-2027)	Phương pháp
KCN		17,643	
Đông Nam	100%	1,169	DCF
Phước Đông – Bời Lời	100%	7,697	DCF
Lê Minh Xuân 3	100%	3,685	DCF
Lộc An - Bình Sơn	69%	2,362	DCF
Long Đức 2	58%	2,730	DCF
Tiện ích & dịch vụ khác		5,957	
Tiện ích – Năng lượng, nước & khác	100%	4,420	DCF
Kho bãi	100%	1,537	DCF
BĐS khu dân cư - Phước Đông UA (Ph. A)	100%	604	
Dự án khác		3,794	
NTC	22%	771	BV
Công ty liên kết		478	BV
Tài sản khác		5,562	BV
Nợ phải trả khác		(3,017)	BV
Tổng tài sản		27,998	
Cộng: Tiền/(nợ) thuần		2,442	
RNAV		30,440	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành		242	
RNAV/cp		125,728	
Chiết khấu RNAV		30.0%	
Giá mục tiêu		88,000	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: Phân tích độ nhạy với các giả định chiết khấu RNAV, SIP

Chiết khấu RNAV	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	113,000	101,000	88,000	75,000	114,000
Tiềm năng tăng giá	118.6%	95.4%	70.2%	45.1%	120.5%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định, SIP

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 10,25%

Đồng		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		8.25%	9.25%	10.25%	11.25%	12.25%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	103,000	97,000	92,000	88,000	84,000
	3.5%	100,000	95,000	90,000	86,000	82,000
	4.0%	98,000	93,000	88,000	84,000	80,000
	4.5%	95,000	90,000	87,000	83,000	79,000
	5.0%	94,000	89,000	85,000	81,000	78,000

Nguồn: HSC ước tính

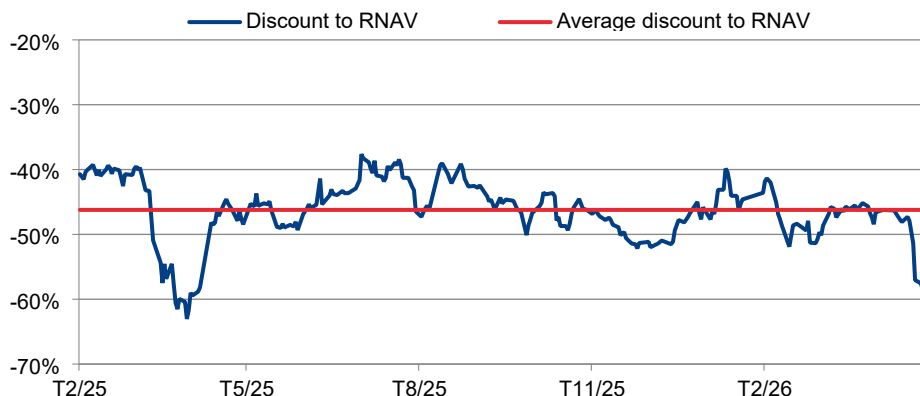
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, SIP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,2 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi cổ phiếu được niêm yết trên sàn HoSE vào ngày 23/8/2023 ở mức 12 lần và cổ phiếu cũng đang giao dịch với mức chiết khấu 58,6% so với ước tính RNAV (điều chỉnh tăng 11,4%), lớn hơn so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2025 ở mức 46,2%.

Chúng tôi tin rằng mức định giá hiện tại đã phản ánh phần lớn các bất ổn trong ngắn hạn liên quan đến nhu cầu thuê đất khu công nghiệp và chi phí xây dựng tăng cao. Trong khi đó, nguồn thu định kỳ từ mảng dịch vụ tiện ích, năng lực tạo dòng tiền mạnh mẽ cùng bảng CĐKT lành mạnh của SIP sẽ tiếp tục là bệ đỡ giúp định giá của công ty duy trì khả năng chống chịu tốt hơn so với các công ty cùng ngành.

Biểu đồ 18: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, SIP

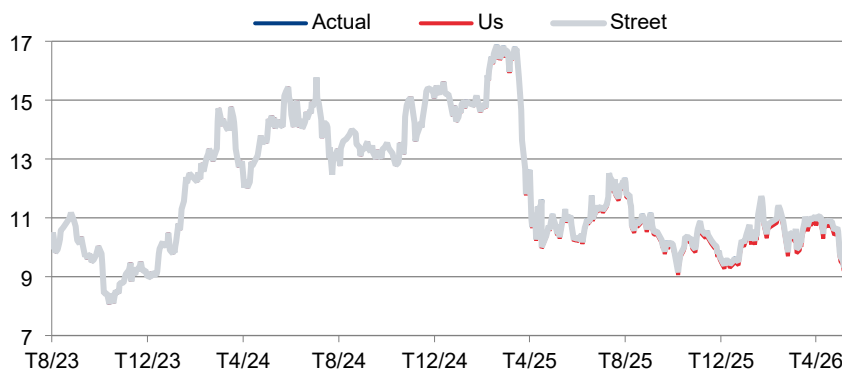
SIP đang giao dịch với mức chiết khấu 58,6% so với ước tính RNAV, so với bình quân từ báo cáo khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2025 ở mức 46,2%



Nguồn: HSC

Biểu đồ 19: P/E trượt dự phóng 1 năm, SIP

SIP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,2 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 12 lần



Nguồn: HSC

Lưu ý về phương pháp ghi nhận doanh thu của SIP

SIP là một trong số ít các nhà phát triển BĐS KCN vẫn áp dụng phương pháp ghi nhận doanh thu từng phần cho mảng cho thuê BĐS KCN, trong khi phần lớn các công ty cùng ngành (bao gồm toàn bộ các công ty trong danh sách khuyến nghị của HSC) đã chuyển sang phương pháp ghi nhận một lần. Vì khoản tiền nhận trước (tài sản) từ hoạt động cho thuê BĐS KCN được ghi nhận là doanh thu chưa thực hiện (nợ phải trả), nên một khoản lợi nhuận giữ lại đáng kể không được tính vào giá trị sổ sách, dẫn đến chỉ số P/B cao hơn so với những công ty áp dụng phương pháp ghi nhận một lần để ghi nhận toàn bộ doanh thu cho thuê BĐS KCN vào doanh thu trong báo cáo kết quả HĐKD của công ty. Do đó, để so sánh công bằng giữa SIP với các công ty cùng ngành, bên cạnh KQKD, HSC cũng đặc biệt chú trọng đến giá trị sổ sách thực của công ty.

Chúng tôi lưu ý rằng phương pháp ghi nhận doanh thu cho thuê đất KCN và việc điều chỉnh thời gian thu tiền từ khách hàng ảnh hưởng đến định giá RNAV của SIP nhưng không ảnh hưởng đến dự báo lợi nhuận của chúng tôi.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	7,801	8,596	9,161	9,742	10,394
Lợi nhuận gộp	1,095	1,343	1,442	1,573	1,754
Chi phí BH&QL	(110)	(172)	(162)	(169)	(178)
Thu nhập khác	18.5	56.2	0	0	0
Chi phí khác	(2.57)	(10.3)	0	0	0
EBIT	1,001	1,217	1,281	1,404	1,576
Lãi vay thuần	(76.8)	(162)	(217)	(197)	(175)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	65.3	38.9	60.7	60.7	60.7
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	582	744	720	741	770
LNTT	1,572	1,839	1,844	2,008	2,231
Chi phí thuế TNDN	(293)	(371)	(369)	(402)	(446)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(109)	(144)	(130)	(137)	(144)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	1,170	1,323	1,345	1,469	1,640
Lợi nhuận thuần ĐC	1,105	1,284	1,284	1,409	1,580
EBITDA ĐC	1,321	1,600	1,689	1,816	1,993
EPS (đồng)	5,558	5,464	5,555	6,069	6,774
EPS ĐC (đồng)	5,248	5,303	5,304	5,818	6,524
DPS (đồng)	1,705	1,790	1,790	1,790	1,790
Sig CP bình quân (triệu đv)	211	242	242	242	242
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	211	242	242	242	242
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	211	242	242	242	242

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	646	845	887	772	896
Đầu tư ngắn hạn	5,244	5,068	5,797	6,637	7,604
Phải thu khách hàng	4,853	8,677	9,477	10,371	11,229
Hàng tồn kho	322	263	32.2	145	251
Các tài sản ngắn hạn khác	852	873	917	735	590
Tổng tài sản ngắn hạn	11,917	15,725	17,109	18,660	20,570
TSCĐ hữu hình	1,304	1,295	1,421	1,551	1,685
TSCĐ vô hình	4.13	4.66	4.95	5.25	5.56
Bất động sản đầu tư	5,878	6,160	6,416	6,425	6,492
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	849	753	753	753	753
Tài sản dài hạn khác	5,100	4,732	5,097	5,691	6,276
Tổng tài sản dài hạn	13,136	12,945	13,692	14,425	15,212
Tổng cộng tài sản	25,053	28,670	30,801	33,086	35,782
Nợ ngắn hạn	2,466	3,748	3,947	3,946	3,946
Phả trả người bán	241	145	320	294	173
Nợ ngắn hạn khác	1,178	1,256	1,389	1,467	1,577
Tổng nợ ngắn hạn	4,144	5,489	5,997	6,049	6,040
Nợ dài hạn	1,132	1,069	876	678	481
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	133	128	128	128	128
Nợ dài hạn khác	14,776	16,170	16,944	18,201	19,752
Tổng nợ dài hạn	16,042	17,367	17,948	19,007	20,361
Tổng nợ phải trả	20,185	22,856	23,945	25,057	26,402
Vốn chủ sở hữu	4,868	5,814	6,856	8,029	9,380
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	4,868	5,814	6,856	8,029	9,380
Tổng nợ phải trả và VCSH	25,053	28,670	30,801	33,086	35,782
BVPS (đ)	23,121	24,014	28,317	33,162	38,743
Nợ thuần/(tiền mặt)	2,952	3,973	3,936	3,852	3,530

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	1,001	1,217	1,281	1,404	1,576
Khấu hao	(385)	(422)	(469)	(473)	(478)
Lãi vay thuần	(76.8)	(162)	(217)	(197)	(175)
Thuế TNDN đã nộp	(293)	(371)	(369)	(402)	(446)
Thay đổi vốn lưu động	(654)	1,129	509	300	574
Khác	258	205	680	926	919
LCT thuần từ HKKD	621	2,440	2,352	2,504	2,926
Đầu tư TS dài hạn	(634)	(561)	(1,245)	(1,207)	(1,265)
Góp vốn & đầu tư	(12,973)	(16,171)	(729)	(841)	(967)
Thanh lý	10,891	13,205	1.86	0	0
Khác	358	477	90.7	60.7	60.7
LCT thuần từ HĐĐT	(2,358)	(3,050)	(1,882)	(1,987)	(2,171)
Cổ tức trả cho CSH	(359)	(433)	(433)	(433)	(433)
Thu từ phát hành CP	0	22.5	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,912	1,220	5.46	(199)	(197)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	1,553	809	(428)	(632)	(631)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	829	646	845	887	772
LCT thuần trong kỳ	(184)	199	42.5	(115)	124
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	646	845	887	772	896
Dòng tiền tự do	(13.0)	1,879	1,107	1,297	1,661

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	14.0	15.6	15.7	16.1	16.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	16.9	18.6	18.4	18.6	19.2
Tỷ suất LNT (%)	15.0	15.4	14.7	15.1	15.8
Thuế TNDN hiện hành (%)	18.6	20.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	16.8	10.2	6.57	6.34	6.69
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	20.0	21.1	5.52	7.57	9.74
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	29.1	16.2	0.02	9.69	12.1
Tăng trưởng EPS (%)	9.02	(1.70)	1.66	9.26	11.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	11.5	1.06	0.02	9.69	12.1
Tăng trưởng DPS (%)	(41.1)	4.99	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	30.7	32.8	32.2	29.5	26.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	26.3	24.8	21.2	19.7	18.8
ROACE (%)	5.15	5.52	5.34	5.42	5.55
Vòng quay tài sản (lần)	0.34	0.32	0.31	0.30	0.30
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.62	2.00	1.84	1.78	1.86
Số ngày tồn kho	17.5	13.2	1.52	6.48	10.6
Số ngày phải thu	264	437	448	463	474
Số ngày phải trả	13.1	7.31	15.1	13.1	7.31
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	60.8	68.8	57.8	48.3	38.0
Nợ/tài sản (%)	14.4	16.9	15.7	14.1	12.5
EBIT/lãi vay (lần)	13.0	7.53	5.90	7.11	8.98
Nợ/EBITDA (lần)	2.60	2.95	2.77	2.48	2.17
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.88	2.86	2.85	3.08	3.41
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.77	1.92	1.80	1.68	1.54
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.5	10.3	9.74	9.01	8.05
P/E (lần)	9.30	9.46	9.31	8.52	7.63
P/E ĐC (lần)	9.85	9.75	9.75	8.89	7.92
P/B (lần)	2.24	2.15	1.83	1.56	1.33
Lợi suất cổ tức (%)	3.30	3.46	3.46	3.46	3.46

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

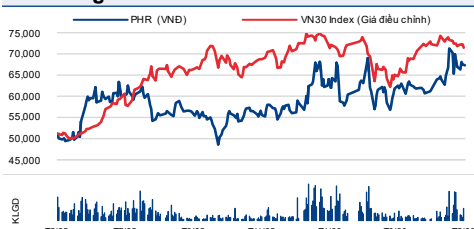
Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ86,000 (từ VNĐ66,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 27.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2026)	67,300
Mã Bloomberg	PHR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	48,650-71,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	67,280
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	9,119
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	346
Slg CP lưu hành (tr.đv)	135
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	66.4
Slg CP NN được mua (tr.đv)	18.7
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	13.8%
Tỷ lệ freefloat	33.4%
Cổ đông lớn	Tập đoàn Cao su VN (66.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	9.61	6.66	31.6
So với chỉ số	10.9	9.96	(5.82)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	9,646	7,504	28.5
2027F	11,716	8,177	43.3
2028F	10,802	9,012	19.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PHR là một trong những doanh nghiệp sản xuất mủ cao su lớn và đang thay đổi chiến lược sang phát triển KCN nhờ vào lợi thế quỹ đất cao su lớn tại tỉnh Bình Dương.

Chuyên viên phân tích**Bùi Thị Thùy Trang**

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản

trang.btt@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản

trang.htk@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 129

Quá trình chuyển đổi đất có tiềm năng, nâng k/n lên Mua vào

- HSC tăng 30% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP đối với PHR lên 86.000đ, dựa trên việc điều chỉnh tăng 15.6% ước tính RNAV và lùi cơ sở định giá thêm 6 tháng về giữa năm 2027. Với tiềm năng tăng giá 28% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với PHR lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng).
- Chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 138,7% và 172,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 nhờ doanh thu mảng cao su được cải thiện đáng kể và ghi nhận tiền đền bù đất từ hai dự án KCN VSIP III và Bắc Tân Uyên 1.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 3 tháng qua, PHR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 14 lần. Cổ phiếu cũng có mức chiết khấu 22,9%, sát với bình quân 3 năm ở mức 20,2%.

Sự kiện: Công bố KQKD Q1/2026 và tổ chức ĐHCĐ

PHR đã công bố KQKD Q1/2026 với lợi nhuận thuần vượt kỳ vọng, đạt 279 tỷ đồng, tăng gấp 3 lần svck (và tăng gấp 9 lần so với quý trước), trên doanh thu 469 tỷ đồng, tăng gấp 2 lần svck (và tăng 94% so với quý trước). PHR cũng đã tổ chức thành công ĐHCĐ vào ngày 28/5 với tất cả các tờ trình đều được thông qua. Những thông tin đáng chú ý như sau: (1) công bố KHKD cho năm 2026, (2) công bố chiến lược dài hạn nhằm từng bước chuyển đổi đất trồng cao su sang đất công nghiệp, và (3) kế hoạch mở rộng diện tích vùng trồng cao su tại Campuchia nhằm bù đắp cho phần diện tích bị chuyển đổi.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027, đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

HSC điều chỉnh tăng lần lượt 138,7% và 172,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 lên 1,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 17,9%) và 1,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 17,9%), nhờ doanh thu mảng cao su được cải thiện đáng kể và ghi nhận tiền đền bù đất từ hai dự án KCN VSIP III và Bắc Tân Uyên 1. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần dự kiến đạt 1,5 nghìn tỷ đồng (giảm 7,7% svck) trên doanh thu 2.434 tỷ đồng (tăng trưởng 22,7%), nhờ đóng góp từ các KCN Tân Bình 2 và Tân Lập 1, cũng như ghi nhận phần doanh thu còn lại từ dự án KCN Bắc Tân Uyên 1. Lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 46,2%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 3 tháng qua, PHR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 14 lần. Cổ phiếu cũng có mức chiết khấu 22,9%, sát với bình quân 3 năm ở mức 20,2%. HSC tăng 30,3% giá mục tiêu lên 86.000đ sau khi tăng 15,6% ước tính RNAV (nhờ chuyển cơ sở định giá thêm 6 tháng về giữa năm 2027) và việc giảm 10 điểm phần trăm mức chiết khấu giá định so với ước tính RNAV xuống còn 0% (hiện tại đang thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm, nhưng theo quan điểm của chúng tôi đây là mức chiết khấu hợp lý nhờ công ty có triển vọng lợi nhuận và dòng tiền chắc chắn hơn).

Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với PHR lên Mua vào, với tiềm năng tăng giá là 28% tại giá mục tiêu mới. Chúng tôi tiếp tục ưa thích cổ phiếu PHR nhờ có câu chuyện chuyển đổi đất cao su sang đất công nghiệp hấp dẫn. Khoản tiền bồi thường đất tổng cộng khoảng 3,6 nghìn tỷ đồng từ VSIP III và Thaco sẽ giúp củng cố bảng CĐKT của công ty, đồng thời tạo nguồn vốn để phát triển thêm dự án khu công nghiệp mới. Trong khi đó, giá cao su phục hồi sẽ tiếp tục tạo ra nền tảng vững chắc cho mảng cao su.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	410	423	408 ▼	386 ▼	571
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	469	478	1,334 ▲	1,619 ▲	1,494
EPS ĐC (đồng)	3,391	3,456	9,646 ▲	11,716 ▲	10,802
DPS (đồng)	3,253	2,138	3,000	3,000	3,000
BVPS (đồng)	27,677	29,710	36,356 ▲	45,072 ▲	52,873
EV/EBITDA ĐC (lần)	21.9	20.5	20.8	21.4	14.1
P/E ĐC (lần)	19.8	19.5	6.98	5.74	6.23
Lợi suất cổ tức (%)	4.83	3.18	4.46	4.46	4.46
P/B (lần)	2.43	2.27	1.85	1.49	1.27
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(24.5)	1.91	179	21.5	(7.80)
ROAE (%)	12.7	12.3	29.8	29.3	22.5

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mảng cao su vững chắc, tiền đền bù đất giúp cổ phiếu được định giá lại ở mặt bằng cao hơn

HSC nâng khuyến nghị đối với PHR lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 30,3% giá mục tiêu lên 86.000đ (tiềm năng tăng giá 27,8%), dựa trên việc tăng 15,6% ước tính RNAV (sau khi chuyển cơ sở định giá thêm 6 tháng về giữa năm 2027) và việc giảm 10 điểm phần trăm mức chiết khấu giả định so với RNAV xuống còn 0%. Chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 138,7% và 172,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 nhờ doanh thu mảng cao su được cải thiện đáng kể và ghi nhận tiền đền bù đất từ hai dự án KCN VSIP III và Bắc Tân Uyên 1. Chúng tôi nhận thấy PHR vẫn còn giá trị đầu tư nhờ câu chuyện chuyển đổi đất trong dài hạn. Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 3 tháng qua, PHR đang được giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,7 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm là 14 lần.

Q1/2026: Lợi nhuận thuần vượt kỳ vọng nhờ lợi nhuận không thường xuyên

PHR công bố KQKD Q1/2026 với lợi nhuận thuần 279 tỷ đồng (tăng 3 lần svck và tăng 9 lần so với quý trước) trên doanh thu 469 tỷ đồng (tăng 2 lần svck và tăng 94% so với quý trước). Lợi nhuận thuần vượt dự báo nhờ ghi nhận khoản lợi nhuận không thường xuyên 232 tỷ đồng từ tiền đền bù đất và tiền hỗ trợ bàn giao mặt bằng từ ba dự án: 95 tỷ đồng từ VSIP III, 136 tỷ đồng từ Thaco và 2 tỷ đồng từ công tác giải phóng mặt bằng tuyến cao tốc TP.HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành.

KQKD Q1/2026 hoàn thành lần lượt 31,3% và 26,5% dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi – mặc dù vậy, nếu loại trừ khoản lợi nhuận không thường xuyên này, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi chỉ hoàn thành 10,5% so dự báo cho cả năm 2026 của chúng tôi.

Doanh thu mảng cao su cải thiện mạnh 54,2% svck và 101% so với quý trước, đạt 425 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng doanh thu mảng cao su tăng nhờ sản lượng tiêu thụ tăng trong khi giá bán bình quân trong Q1/2026 đã tăng 35,1% svck lên 51,3 triệu đồng/tấn.

Theo BLĐ, trong 5 tháng đầu năm 2026, sản lượng cao su đạt 10.307 tấn, bằng 36,5% mục tiêu cho cả năm là 28.200 tấn, với giá bán bình quân là 51,3 triệu đồng/tấn. Kết quả trên cao hơn dự báo thận trọng của chúng tôi. Mặc dù giá bán bình quân cải thiện, tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp xuống còn 23,8% từ mức 27,1% trong Q1/2025 và 34,1% trong Q4/2025, do áp lực chi phí gia tăng trên mọi phương diện. Chi phí nhân công, vốn chiếm tỷ trọng lớn nhất từ 60-70% tổng chi phí, đã tăng mạnh. Trong khi giá phân bón tăng 10-20% svck và chi phí nhiên liệu vận chuyển cũng tăng cao.

Doanh thu cho thuê đất KCN đạt 36 tỷ đồng (đi ngang so với cùng kỳ), chủ yếu đến từ doanh thu phân bổ hàng năm của các diện tích đã cho thuê trong quá khứ và phí dịch vụ, nhìn chung sát với kỳ vọng của chúng tôi. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này đạt 76,5%, thấp hơn so với mức 80,8% trong Q1/2025.

Bảng 20: KQKD Q1/2026, PHR

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ	Dự báo cũ 2026 - HSC
Doanh thu thuần	311	468	50.3%	26.5%
Lợi nhuận gộp	102	117	14.3%	
Chi phí BH&QL	(37)	(36)	-0.4%	
Lợi nhuận hoạt động	113	121	6.8%	
Lợi nhuận từ công ty liên kết	23	13	-42.9%	22.5%
Lợi nhuận tài chính	24	27	10.8%	
Thu nhập khác	1	232	Large	
LNTT	114	353	210.8%	
LNST	103	285	177.4%	
Lợi nhuận thuần	96	279	192.2%	31.3%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	186	Nm	
Lợi nhuận 'cốt lõi'	96	94	-2.0%	10.5%

Nguồn: PHR, HSC

ĐHCD năm 2026: Những thông tin đáng chú ý

PHR đã tổ chức ĐHCD tại Bình Dương vào ngày 28/5, với sự tham dự đông đảo của cổ đông và tất cả các tờ trình đều được thông qua. Những thông tin đáng chú ý như sau:

KHKD cho năm 2026 với lợi nhuận thuần dự kiến đạt 779 tỷ đồng (tăng trưởng 66,3%) trên doanh thu 2.280 tỷ đồng (tăng trưởng 27%). Công ty KHKD hợp nhất đối với lợi nhuận thuần và doanh thu. Lưu ý công ty mẹ của PHR nắm giữ mảng kinh doanh sản xuất cao su. Đáng chú ý, KHKD này chỉ áp dụng cho công ty mẹ, nơi tập trung hoạt động sản xuất cao su cốt lõi của PHR, với mục tiêu lợi nhuận thuần đạt 779 tỷ đồng (tăng trưởng 66,3%) trên doanh thu 2.280 tỷ đồng (tăng trưởng 27%). Công ty không công bố KHKD hợp nhất.

Tiền bồi thường đất: Đáng chú ý, mục tiêu kinh doanh này chưa bao gồm bất kỳ khoản thu nhập nào từ tiền bồi thường đất liên quan đến dự án KCN **VSIP III**. Trong đó, phương thức thanh toán từ phía VSIP đã được thay đổi: từ hình thức giải ngân theo tiến độ (VSIP sẽ chuyển tiền dần cho PHR dựa trên tiến độ thu tiền thuê đất từ các khách thuê công nghiệp) chuyển sang hình thức thanh toán dứt điểm một lần. Phần giá trị còn lại khoảng 2,1 nghìn tỷ đồng (trong tổng giá trị thương vụ là 3,26 nghìn tỷ đồng) hiện được kỳ vọng sẽ được thanh toán toàn bộ trong năm 2026-2027, hoàn toàn độc lập với tiến độ cho thuê thực tế của VSIP. Đối với dự án KCN **Bắc Tân Uyên 1**, PHR dự kiến nhận được tổng số tiền đền bù đất khoảng 1,5 nghìn tỷ đồng (704 ha, đơn giá bồi thường đạt 2,5 tỷ đồng/ha) từ việc bàn giao đất cho Tập đoàn Thaco. Hiện tại, cây cao su được trồng trên diện tích đất này đang được bán đấu giá trước khi tiến hành chuyển giao đất, với nguồn thu dự kiến mang lại khoảng 75 tỷ đồng. Phần giá trị còn lại dự kiến sẽ được thanh toán vào tháng 1/2027.

Cổ tức bằng tiền mặt: Cổ đông đã thông qua kế hoạch chi trả cổ tức bằng tiền mặt năm 2025 ở mức 1.400đ/cp và năm 2026 ở mức 2.509đ/cp. PHR cũng đã nhận đủ số phiếu thông qua phương án phát hành cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 80% từ nguồn quỹ đầu tư phát triển.

Chiến lược dài hạn: Theo BLĐ, PHR vẫn tiếp tục triển khai chiến lược chuyển đổi đất cao su sang đất công nghiệp. Quỹ đất khoảng 5 nghìn ha tại Bình Dương sẽ được từng bước phát triển các mô hình khu công nghiệp, cụm công nghiệp và khu công nghiệp công nghệ cao trong giai đoạn 2035-2040. Song song với đó, công ty có kế hoạch mở rộng diện tích vùng trồng cao su tại Campuchia để bù đắp cho phần diện tích bị sụt giảm do chuyển đổi sang đất công nghiệp.

Tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027, đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

Trong khi đó, chúng tôi tăng lần lượt 5,2% và 5% dự báo doanh thu cho năm 2026-2027 lên 1.878 tỷ đồng (tăng trưởng 4,6%) và 1.983 tỷ đồng (tăng trưởng 5,0%) nhờ doanh thu cao su cải thiện. HSC điều chỉnh tăng lần lượt 138,7% và 172,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 lên 1.334 tỷ đồng (tăng trưởng 17,9%) và 1.600 tỷ đồng (tăng trưởng 17,9%), nhằm phản ánh doanh thu mảng cao su cao được cải thiện đáng kể và ghi nhận tiền đền bù đất từ hai dự án KCN VSIP III và Bắc Tân Uyên 1.

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần đạt 1.494 tỷ đồng (giảm 7,7% svck) trên doanh thu 2.434 tỷ đồng (tăng trưởng 22,7%), nhờ đóng góp từ các KCN Tân Bình 2 và Tân Lập 1, cũng như ghi nhận phần doanh thu còn lại từ dự án KCN Bắc Tân Uyên 1.

Lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 46,2%.

Bảng 21: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, PHR

Tỷ đồng	2025A	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2028F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	1,795	1,878	5.2%	4.6%	1,983	5.0%	5.6%	2,434	22.7%
Lợi nhuận gộp	504	513	-70.3%	1.8%	545	-70.2%	6.2%	776	42.4%
Chi phí BH&QL	(234)	(271)	-664.3%	16.1%	(338)	-797.5%	24.7%	(394)	16.6%
Lợi nhuận tài chính	146	240	-50.8%	65.0%	279	-46.4%	16.1%	305	9.4%
Lợi nhuận từ LD, LK	59	49	-122.0%	-15.8%	51	-119.1%	2.4%	57	13.4%
Thu nhập thuần khác	126	1,052	429.9%	737.8%	1,436	608.0%	36.6%	1,155	-19.6%
LNTT	600	1,583	3.1x	163.8%	1,972	3.8x	24.6%	1,899	-3.7%
Lợi nhuận thuần	478	1,334	138.7%	178.9%	1,619	172.8%	21.4%	1,494	-7.7%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	100	841	-21.4%	737.8%	1,149	4.2%	36.6%	924	-19.6%
Lợi nhuận thuần cốt lõi	378	493	-45.4%	30.4%	470	-49.0%	-4.6%	570	21.3%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 30,3% giá mục tiêu lên 86.000đ (tiềm năng tăng giá 27,8%), dựa trên việc tăng 15,6% ước tính RNAV (sau khi lùi cơ sở định giá thêm 6 tháng về giữa năm 2027) và việc giảm 10 điểm phần trăm mức chiết khấu giả định so với RNAV xuống còn 0%. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với PHR lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), với tiềm năng tăng giá là 28% tại giá mục tiêu mới.

Khoản tiền đền bù đất tổng cộng khoảng 3,6 nghìn tỷ đồng từ VSIP III và Thaco sẽ mang lại nguồn tiền mặt đáng kể, giúp củng cố bảng CĐKT của PHR và tạo nguồn vốn để mở rộng danh mục dự án KCN mới. Trong khi đó, mảng cao su tiếp tục có nền tảng vững chắc nhờ giá cao su có xu hướng tăng giá cao, củng cố cho triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong những năm tới.

Bổ sung thông tin về phương pháp định giá RNAV:

- Giả định WACC là 13,8% (giảm từ mức 15,2% trước đó). Chúng tôi tiếp tục áp dụng lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10,25%, sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75%, và hệ số beta là 1 lần (từ 1,2 lần trước đó, theo dữ liệu của Bloomberg).
- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá tất cả các KCN. HSC đã phản ánh các dự án KCN Tân Bình 1, Tân Lập 1, VSIP3, NTC 3 (NTC 3 thuộc CTCP Nam Tân Uyên (NTC, chưa khuyến nghị) vào mô hình định giá. PHR đang nắm giữ 33% cổ phần tại NTC.
- Tổng giá trị tài sản hoạt động gộp của mảng BĐS KCN (bao gồm giá trị của các KCN khoản đầu tư vào NTC và doanh thu từ việc chuyển nhượng đất) đóng góp bình quân 75,2% định giá của PHR.
- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá mảng cao su bao gồm sản xuất và kinh doanh cao su và gỗ. Mảng này đóng góp bình quân 22,4% định giá của PHR.

Đáng chú ý, chúng tôi giảm mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV xuống còn 0% – hiện thấp hơn nhiều so với mức chiết khấu bình quân 3 năm của PHR là 20% – nhờ công ty có triển vọng lợi nhuận và dòng tiền rõ ràng. Tiến độ thu tiền mặt từ các dự án trọng điểm đã rõ ràng, củng cố tính chắc chắn của dòng tiền tương lai. Cụ thể, phần tiền còn lại khoảng 2,1 nghìn tỷ đồng tại VSIP III được chuyển đổi thành hình thức thanh toán dứt điểm một lần trong giai đoạn 2026-2027. Đồng thời, 1,5 nghìn tỷ đồng tiền đền bù từ dự án Bắc Tân Uyên 1 dự kiến sẽ được ghi nhận vào tháng 1/2027. Tổng dòng tiền 3,6 nghìn tỷ đồng này là bệ phóng lớn giúp tối ưu hóa cấu trúc vốn và củng cố đáng kể năng lực tài chính của PHR.

Bảng 22: Định giá SOTP, PHR

Tỷ đồng	Phương pháp	Lợi ích của PHR	Giá trị (giữa năm 2027)
BĐS KCN	DCF	20-100%	505
Cao su & gỗ	DCF	100%	2,012
Tài sản khác	BV	100%	223
Đầu tư vào NTC	RNAV	33%	2,613
Chuyển nhượng đất			3,643
Tổng giá trị định giá lại			8,996
(+) (Nợ)/Tiền thuần			2,658
Giá trị của vốn CSH			11,654
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			135.5
Giá trị vốn CSH của cổ phiếu			86,000
Chiết khấu giả định			0%
Giá mục tiêu			86,000

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 23: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính, PHR

Kịch bản cơ sở của chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10,25%

Đồng		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	89,000	88,000	87,000	86,000	86,000
	3.5%	88,000	87,000	86,000	86,000	85,000
	4.0%	87,000	86,000	86,000	85,000	84,000
	4.5%	86,000	86,000	85,000	84,000	83,000
	5.0%	86,000	85,000	84,000	83,000	82,000

Nguồn: HSC

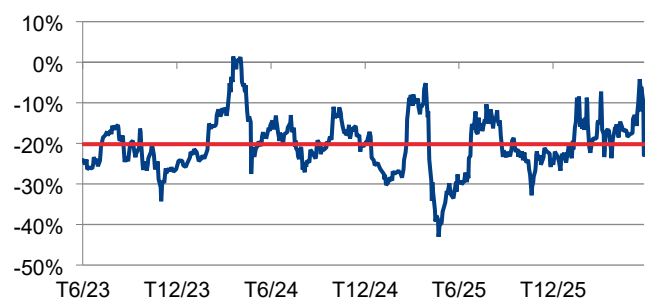
Bảng 24: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định RNAV điều chỉnh (đồng), PHR

Chiết khấu của thị giá so với RNAV:	-20%	-10%	0%	10%	20%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	103,200	94,600	86,000	77,400	68,800
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại	53.3%	40.6%	27.8%	15.0%	2.2%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 25: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, PHR

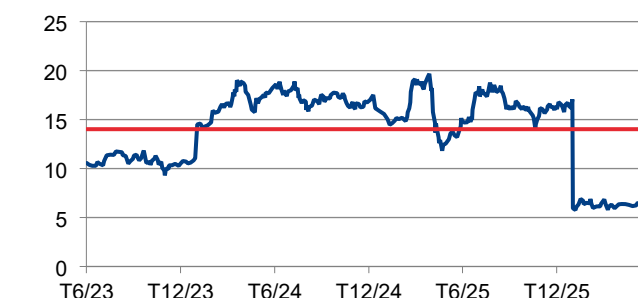
PHR đang giao dịch với mức thị giá chiết khấu của thị giá so với RNAV là 22,9%, so với bình quân 3 năm là 20,2%



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 26: P/E trượt dự phóng 1 năm, PHR

Hiện là 6,7 lần, rẻ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 14 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 10%/7% trong 1 tháng và 3 tháng qua, PHR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 14 lần. Cổ phiếu cũng có mức chiết khấu 22,9%, sát với bình quân 3 năm ở mức 20,2%. Câu chuyện về việc chuyển đổi đất cao su thành đất KCN rất hấp dẫn và ngày càng rõ ràng hơn, điều này dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận trong hai năm tới.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	1,633	1,795	1,878	1,983	2,434
Lợi nhuận gộp	423	504	513	545	776
Chi phí BH&QL	(157)	(234)	(271)	(338)	(394)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	266	270	242	207	382
Lãi vay thuần	103	102	141	103	102
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	56.0	58.6	49.4	50.5	57.3
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	132	169	1,151	1,612	1,358
LNTT	556	600	1,583	1,972	1,899
Chi phí thuế TNDN	(60.9)	(103)	(248)	(390)	(380)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(25.5)	(18.7)	(0.48)	36.2	(25.0)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	469	478	1,334	1,619	1,494
Lợi nhuận thuần ĐC	460	468	1,307	1,587	1,464
EBITDA ĐC	410	423	408	386	571
EPS (đồng)	3,465	3,529	9,843	11,949	11,026
EPS ĐC (đồng)	3,391	3,456	9,646	11,716	10,802
DPS (đồng)	3,253	2,138	3,000	3,000	3,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	135	135	135	135	135
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	135	135	135	135	135
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	135	135	135	135	135

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	190	451	1,106	2,025	2,675
Đầu tư ngắn hạn	1,683	1,612	1,612	1,612	1,612
Phải thu khách hàng	200	157	212	217	232
Hàng tồn kho	417	313	415	266	415
Các tài sản ngắn hạn khác	82.3	108	108	108	108
Tổng tài sản ngắn hạn	2,572	2,642	3,452	4,228	5,042
TSCĐ hữu hình	1,809	1,734	1,632	1,518	1,387
TSCĐ vô hình	0.48	0.76	0.64	0.51	0.39
Bất động sản đầu tư	171	160	183	210	239
Đầu tư dài hạn	172	350	350	350	350
Đầu tư vào Cty LD,LK	379	428	478	528	586
Tài sản dài hạn khác	839	834	1,369	2,447	3,220
Tổng tài sản dài hạn	3,371	3,507	4,013	5,054	5,782
Tổng cộng tài sản	5,943	6,148	7,465	9,282	10,824
Nợ ngắn hạn	60.0	21.9	21.9	21.9	21.9
Phả trả người bán	46.5	40.3	67.9	71.7	71.7
Nợ ngắn hạn khác	465	377	404	436	466
Tổng nợ ngắn hạn	620	520	577	616	659
Nợ dài hạn	0	0	445	1,127	1,590
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1.68	3.00	3.00	3.00	3.00
Nợ dài hạn khác	1,391	1,402	1,317	1,269	1,221
Tổng nợ dài hạn	1,393	1,405	1,765	2,399	2,814
Tổng nợ phải trả	2,012	1,926	2,342	3,015	3,474
Vốn chủ sở hữu	3,750	4,026	4,926	6,107	7,164
Lợi ích cổ đông thiểu số	181	196	197	161	186
Tổng vốn chủ sở hữu	3,931	4,222	5,123	6,268	7,350
Tổng nợ phải trả và VCSH	5,943	6,148	7,465	9,282	10,824
BVPS (đ)	27,677	29,710	36,356	45,072	52,873
Nợ thuần/(tiền mặt)	(130)	(429)	(639)	(877)	(1,063)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	266	270	242	207	382
Khấu hao	(144)	(153)	(167)	(179)	(189)
Lãi vay thuần	103	102	141	103	102
Thuế TNDN đã nộp	(60.9)	(103)	(248)	(390)	(380)
Thay đổi vốn lưu động	(152)	160	(126)	150	(151)
Khác	(67.7)	33.7	821	1,273	983
LCT thuần từ HKKD	232	616	997	1,522	1,126
Đầu tư TS dài hạn	(68.8)	(58.8)	(624)	(1,169)	(860)
Góp vốn & đầu tư	(1,649)	(1,649)	0	0	0
Thanh lý	2,042	1,514	0	0	0
Khác	193	166	244	292	327
LCT thuần từ HĐĐT	517	(27.7)	(380)	(877)	(533)
Cổ tức trả cho CSH	(441)	(290)	(406)	(406)	(406)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(264)	(38.1)	445	682	464
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(705)	(328)	38.4	275	57.0
Tiền & tương đương tiền đầu kì	146	190	451	1,106	2,025
LCT thuần trong kỳ	44.0	260	655	919	650
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.54	0.05	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	190	451	1,106	2,025	2,675
Dòng tiền tự do	163	557	373	353	266

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	25.9	28.1	27.3	27.5	31.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	25.1	23.6	21.7	19.4	23.5
Tỷ suất LNT (%)	28.7	26.6	71.0	81.6	61.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	10.9	17.2	15.7	19.8	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	20.9	9.91	4.62	5.62	22.7
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	23.0	3.23	(3.56)	(5.58)	48.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(24.5)	1.91	179	21.5	(7.80)
Tăng trưởng EPS (%)	(24.5)	1.87	179	21.4	(7.73)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(24.5)	1.91	179	21.5	(7.80)
Tăng trưởng DPS (%)	(38.3)	(34.3)	40.3	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	93.9	60.6	30.5	25.1	27.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	12.7	12.3	29.8	29.3	22.5
ROACE (%)	5.01	4.94	3.86	2.66	4.05
Vòng quay tài sản (lần)	0.27	0.30	0.28	0.24	0.24
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.87	2.28	4.12	7.36	2.95
Số ngày tồn kho	126	88.6	111	67.5	91.4
Số ngày phải thu	60.2	44.5	56.6	55.1	51.0
Số ngày phải trả	14.0	11.4	18.2	18.2	15.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(3.38)	(9.34)	(11.8)	(13.4)	(13.8)
Nợ/tài sản (%)	1.07	1.22	7.00	13.0	15.6
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.15	0.18	1.28	3.13	2.95
Chỉ số TT hiện thời (lần)	4.15	5.08	5.98	6.87	7.65
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	5.50	4.84	4.52	4.16	3.31
EV/EBITDA ĐC (lần)	21.9	20.5	20.8	21.4	14.1
P/E (lần)	19.4	19.1	6.84	5.63	6.10
P/E ĐC (lần)	19.8	19.5	6.98	5.74	6.23
P/B (lần)	2.43	2.27	1.85	1.49	1.27
Lợi suất cổ tức (%)	4.83	3.18	4.46	4.46	4.46

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Mua vào (giữ nguyên)

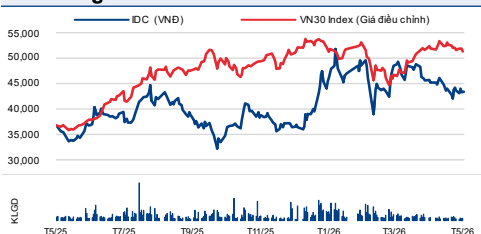
Giá mục tiêu: VNĐ52,200 (từ VNĐ56,900)

Tiềm năng tăng/giảm: 20.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2026)	43,400
Mã Bloomberg	IDC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	32,234-51,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	43,440
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	14,322
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	544
Slg CP lưu hành (tr.đv)	330
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	162
Slg CP NN được mua (tr.đv)	80.2
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.3%
Tỷ lệ freefloat	60.1%
Cổ đông lớn	phần Tập đoàn SSG (22.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(3.98)	(10.3)	18.2
So với chỉ số	(2.88)	(7.55)	(15.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	6,632	5,904	12.3
2027F	6,603	6,442	2.5
2028F	8,022	7,333	9.4

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

IDC là một trong những doanh nghiệp phát triển KCN hàng đầu tại Việt Nam với hơn 4.000ha diện tích đất KCN. Ngoài ra, IDC cũng kinh doanh trong lĩnh vực BDS dân dụng, hạ tầng BOT và điện năng.

Chuyên viên phân tích

Đoàn Bảo Anh Tuấn

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tuan.dba@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Tăng dự báo lợi nhuận nhờ BĐS KCN và lợi nhuận HĐ tài chính

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với IDC nhưng giảm 8,9% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống còn 52.200đ. Thay đổi này được đưa ra sau khi chúng tôi tăng 4,8% RNAV và tăng 10 điểm phần trăm chiết khấu giả định so với ước tính RNAV lên mức 30% nhằm phản ánh quan điểm thận trọng hơn về triển vọng ngành.
- Chúng tôi tăng lần lượt 27,4% và 5,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 và 2027 lên 2.188 tỷ đồng (tăng trưởng 13,3%) và 2.179 tỷ đồng (giảm 0,4% svck), đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 ở mức 2.647 tỷ đồng (tăng trưởng 21,5%).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 3 tháng qua, IDC đang giao dịch ở mức chiết khấu 41,7% so với ước tính RNAV, lớn hơn rất nhiều so với bình quân 3 năm (kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 1/2024) ở mức 27,7%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,6 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 7,9 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q1/2026

Lợi nhuận thuần Q1/2026 của IDC đạt 271 tỷ đồng, giảm 21,2% svck (giảm 39,7% so với quý trước) trên tổng doanh thu 1.486 tỷ đồng, giảm 17,2% svck và giảm 31,2% so với quý trước). KQKD, nhìn chung sát với dự báo vào tháng 1/2024) ở mức 27,7%. Cổ phiếu KCN được bàn giao suy yếu nhưng mảng năng lượng vẫn ổn định.

Tác động: Tăng 5-27% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

Chúng tôi tăng lần lượt 27,4% và 5,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 và 2027, chủ yếu dựa trên lợi nhuận HĐ tài chính cải thiện, nhờ có lượng tiền mặt dồi dào. Yếu tố tích cực này được bù trừ một phần bởi việc điều chỉnh giảm doanh thu cho thuê đất, trong bối cảnh triển vọng nhu cầu trở nên thận trọng hơn khi ngành BĐS KCN trở lại tình trạng "án binh bất động" trong ngắn hạn. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, cho thấy lợi nhuận thuần và doanh thu đạt lần lượt 2.647 tỷ đồng (tăng trưởng 21,5%) và 12.151 tỷ đồng (tăng trưởng 12,9%), dựa trên giả định mảng cho thuê đất KCN phục hồi khi giá VLXD ổn định trở lại. Các dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần và doanh thu thuần tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR giai đoạn 2025-2028 ở mức 11,1% và 12,3%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng và 3 tháng qua, IDC đang giao dịch ở mức chiết khấu 41,7% so với ước tính RNAV, lớn hơn rất nhiều so với bình quân 3 năm (kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 1/2024) ở mức 27,7%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,6 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 7,9 lần. Chúng tôi giảm 8,9% giá mục tiêu xuống còn 52.200đ mặc dù đã tăng 4,8% RNAV/cp lên mức 74.500đ. Động thái này đã bị bù trừ bởi việc tăng 10 điểm phần trăm mức chiết khấu so với ước tính RNAV lên 30%. Mức chiết khấu mới tiệm cận sát hơn với mức chiết khấu bình quân của IDC, đồng thời phản ánh rõ nét quan điểm thận trọng của chúng tôi về triển vọng chung của toàn ngành. Với tiềm năng tăng giá 20% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào, cũng như ưa thích cổ phiếu IDC nhờ lợi thế quỹ đất có sẵn để cho thuê lớn, lên tới khoảng 400 ha tại các tỉnh thành chiến lược ở thời điểm hiện tại. Lợi thế cốt lõi này mang lại cho công ty vị thế tối ưu để đón đầu dòng vốn FDI dịch chuyển theo xu hướng "Trung Quốc+1". Bên cạnh đó, mảng năng lượng hoạt động ổn định mang lại nguồn lợi nhuận đáng tin cậy cho công ty. Đồng thời, bảng CĐKT lành mạnh – nhờ có lượng tiền mặt dồi dào lên đến 7,6 nghìn tỷ đồng tại thời điểm Q1/2026 – giúp IDC có khả năng chống chịu tốt trước những biến động vận hành, và duy giữ vững năng lực chi trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	4,290	3,650	4,528 ▲	4,676 ▼	5,490
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,996	1,932	2,188 ▲	2,179 ▼	2,647
EPS ĐC (đồng)	6,043	5,855	6,632 ▲	6,603	8,022
DPS (đồng)	4,716	3,940	3,450 ▲	3,450 ▲	3,450
BVPS (đồng)	17,018	19,574	22,755 ▲	25,908 ▲	30,480
EV/EBITDA ĐC (lần)	3.03	3.52	3.89	4.02	3.32
P/E ĐC (lần)	7.18	7.41	6.54	6.57	5.41
Lợi suất cổ tức (%)	10.9	9.08	7.95	7.95	7.95
P/B (lần)	2.55	2.22	1.91	1.68	1.42
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	43.3	(3.12)	13.3	(0.43)	21.5
ROAE (%)	37.7	32.0	31.3	27.1	28.5

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Sẵn sàng bứt phá bất chấp bối cảnh toàn ngành nhiều thách thức

Trong bối cảnh ngành BĐS KCN của Việt Nam đang bước vào giai đoạn thận trọng "án binh bất động", IDC nổi lên như một đơn vị hưởng lợi lớn nhất nhờ có quỹ đất có sẵn để cho thuê lên đến 400 ha cùng với lượng tiền mặt dồi dào. HSC tăng 5-27% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027, nhờ lợi nhuận HĐ tài chính tăng mạnh cùng với doanh thu mảng năng lượng ổn định giúp giảm thiểu biến động trong ngắn hạn trong tiến độ bàn giao đất KCN. Mặc dù điều chỉnh tăng 4,8% RNAV/cp, chúng tôi vẫn giảm 8,9% giá mục tiêu xuống còn 52.200đ do áp dụng mức chiết khấu RNAV thận trọng hơn là 30% (tăng từ mức 20% trước đó). Hiện tại, IDC đang được giao dịch ở mức chiết khấu sâu lên đến 41,7% so với RNAV, mang lại hồ sơ rủi ro/lợi nhuận cực kỳ hấp dẫn và là nền tảng vững chắc để công ty chi trả cổ tức ổn định. Duy trì khuyến nghị Mua vào.

Lợi nhuận Q1/2026 chịu áp lực do tiến độ bàn giao đất KCN chậm lại

Lợi nhuận thuần Q1/2026 của IDC đạt 271 tỷ đồng, giảm 21,2% svck (giảm 39,7% so với quý trước) trên doanh thu 1.486 tỷ đồng, giảm 17,2% svck và giảm 31,2% so với quý trước). Chi tiết như sau:

- **Doanh thu từ mảng BĐS KCN** đạt 269 tỷ đồng, giảm 54,1% svck và giảm 60,1% so với quý trước, cho thấy diện tích đất KCN được bàn giao suy yếu trong Q1/2026. Mặc dù tiến độ ghi nhận doanh thu có phần chậm lại, tỷ suất lợi nhuận gộp vẫn cải thiện lên mức 65,2% (so với 57,1% trong Q1/2025 và 60,9% trong Q4/2025). Chúng tôi cho rằng kết quả tích cực này đến từ sự cải thiện của giá bán bình quân trên toàn bộ danh mục đất công nghiệp của công ty. Chúng tôi đang chờ nhận được thông tin chi tiết từ BLĐ về diện tích đất đã cho thuê và cơ cấu doanh thu giữa các dự án.
- **Doanh thu từ mảng năng lượng** tăng 8,3% svck nhưng giảm 17,8% so với quý trước đạt 884 tỷ đồng. Theo quan điểm của chúng, tỷ suất lợi nhuận gộp được ghi nhận ở mức tương đối thấp, đạt 9,2% so với mức 8,6% trong Q1/2025 và 14% trong Q4/2025. Trong bối cảnh triển vọng thủy văn bất lợi hơn trong năm 2026, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ của mảng này sẽ thấp hơn so với cùng kỳ.
- **Doanh thu khác** (kinh doanh BĐS, BOT, dịch vụ, xây dựng) đạt 333 tỷ đồng, giảm 15,2% so với cùng kỳ. Tỷ suất lợi nhuận Q1/2026 vững chắc ở mức 38,6% (so với 40,7% trong Q1/2025 và 34,8% trong Q4/2025).

Bảng 27: KQKD Q1/2026, IDC

Tỷ đồng	Q1/25	Q4/25	Q1/26	svck	svqt	% dự báo cũ HSC	% kế hoạch công ty
Tổng doanh thu	1,793	2,160	1,486	-17.2%	-31.2%	16.2%	15.7%
Khu công nghiệp	585	674	269	-54.1%	-60.1%		
Năng lượng	816	1,076	884	8.3%	-17.8%		
Khác	392	411	333	-15.2%	-19.0%		
Lợi nhuận gộp	551	707	389	-29.5%	-45.0%		
Chi phí BH&QL	-102	-111	-72	-29.2%	-34.6%		
LNTT	521	659	420	-19.3%	-36.2%	15.3%	14.5%
Lợi nhuận thuần	343	449	271	-21.2%	-39.7%		

Nguồn: HSC ước tính

BĐS KCN: Quỹ đất gởi đầu lớn, đẩy mạnh đầu tư trong năm 2026

Như đã thảo luận trong Báo cáo nhanh về ngành ở phần trên, HSC muốn nhấn mạnh một trong những rào cản lớn nhất mà ngành BĐS KCN đang phải đối mặt là chi phí VLXD leo thang. Sự biến động chi phí này buộc khách thuê phải tính toán lại tỷ suất sinh lời nội bộ của dự án do vốn đầu tư ban đầu của dự án cao hơn dự kiến. Đối với chủ đầu tư, giá VLXD thiết yếu cho công tác san lấp mặt bằng như cát, đá hiện đã

cao hơn nhiều so với năm ngoái. Việc này dẫn đến tâm lý "án binh bất động" xuất hiện trở lại trên thị trường.

Tuy nhiên, đối với trường hợp của IDC, nhờ chiến lược chủ động của BLĐ trong năm qua, công ty hiện đang có khoảng 400 ha đất có sẵn để cho thuê với hệ thống hạ tầng kỹ thuật cơ bản đã được hoàn thiện từ cuối năm 2025. Yếu tố này mang lại khả năng thương mại hóa ngay lập tức cho công ty, đảm bảo khả năng cho thuê trong vòng 3–4 năm tới nhờ IDC có hiệu suất cho thuê bình quân khoảng 80–100 ha/năm. Đồng thời, lợi thế này giúp công ty miễn nhiễm hiệu quả trước làn sóng tăng giá VLXD trong thời gian gần đây.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng, BLĐ công ty dự kiến sẽ tiếp tục triển khai chu kỳ đầu tư lớn trong năm nay với kế hoạch vốn lên đến đạt 7,7 nghìn tỷ đồng (tăng gấp 2,8 lần svck). Nguồn vốn giải ngân này sẽ được tập trung chủ yếu cho công tác đền bù, giải phóng mặt bằng tại các dự án: KCN Tân Phước 1 (470 ha tại Đồng Tháp), KCN Sinh thái IDICO Vinh Quang (226 ha tại Hải Phòng), và KCN IDICO Phú Long (416 ha tại Ninh Bình).

Tính đến cuối tháng 3/2026, tiến độ của các dự án này cụ thể như sau:

- **KCN Tân Phước (470 ha):** Thủ tục pháp lý cho Giai đoạn 1 (360 ha) đã được hoàn tất và sẵn sàng cho thuê. Dự án đang nhận được sự quan tâm lớn từ giới đầu tư, còn 110 ha còn lại dự kiến sẽ hoàn tất thủ tục pháp lý vào cuối năm 2026. Hiện tại, công ty tập trung vào việc san lấp mặt bằng và xây dựng hạ tầng giao thông, dự kiến sẽ ký kết các biên bản ghi nhớ vào Q3/2026.
- **KCN Vinh Quang (350 ha):** Công tác giải phóng mặt bằng cho Giai đoạn 1 (160 ha) đã hoàn tất. Công ty dự kiến bắt đầu cho thuê vào cuối năm, với các hoạt động ký biên bản ghi nhớ và ghi nhận doanh thu dự kiến vào cuối năm 2026.

Cập nhật các giả định

Dựa trên quan điểm rằng ngành BĐS KCN Việt Nam đang bước vào giai đoạn thận trọng "án binh bất động" sau một chu kỳ bùng nổ về nhu cầu thuê đất – chủ yếu được thúc đẩy bởi lượng cầu dồn nén sau khi Mỹ công bố biểu thuế quan vào tháng 8/2025 – HSC điều chỉnh giảm dự báo diện tích đất được bàn giao trong năm 2026-2027 xuống lần lượt 85 ha và 90 ha (so với mức 90 ha và 100 ha trong dự báo trước đó).

Tuy nhiên, cho năm 2028, chúng tôi kỳ vọng giá VLXD sẽ bình ổn trở lại, hỗ trợ đà phục hồi của diện tích đất KCN được bàn giao lên 100 ha.

Lợi nhuận mới: Tăng 5-27% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027, đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

Dựa trên những luận điểm trên, HSC điều chỉnh giảm lần lượt 5,1% và 8,6% dự báo doanh thu cho thuê đất KCN trong năm 2026 và 2027. Tuy nhiên, tác động từ việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận này hoàn toàn được bù trừ bởi việc điều chỉnh tăng mạnh lần lượt 237,3% 278,6% dự báo lợi nhuận HĐ tài chính lên 526 tỷ đồng (cho năm 2026) và 269 tỷ đồng (cho năm 2027). Động lực tăng trưởng này được hỗ trợ bởi lượng tiền và các khoản tương đương tiền dồi dào (đạt 7,6 nghìn tỷ đồng tính đến Q1/2026) cùng với giả định lãi suất tiền gửi tăng cao. Tác động thuần từ các điều chỉnh trên giúp chúng tôi tăng lần lượt 27,4% và 5,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027.

Bảng 28: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028, IDC

Ước tính lợi nhuận thuần tăng trưởng với CAGR là 11,1% trong giai đoạn 2025A-2028F

Tỷ đồng	2025A	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2028F	Tăng trưởng
Doanh thu	8,588	9,250	3.4%	7.7%	10,760	3.5%	16.3%	12,151	12.9%
Lợi nhuận gộp	3,060	3,060	3.4%	0.0%	3,468	-13.9%	13.3%	4,030	16.2%
Chi phí BH&QL	(396)	(479)	-4.9%	21.0%	(547)	-18.2%	14.2%	(607)	11.0%
Lợi nhuận HĐ	2,664	2,581	5.1%	-3.1%	2,921	-13.1%	13.2%	3,423	17.2%
Thu nhập tài chính	322	526	237.3%	63.5%	269	278.6%	-48.9%	287	6.8%
Chi phí tài chính	(146)	(193)	36.1%	32.8%	(177)	75.8%	-8.3%	(155)	-12.3%
LNTT	2,918	2,914	18.0%	-0.1%	3,013	-2.8%	3.4%	3,555	18.0%
Lợi nhuận thuần	1,932	2,188	27.4%	13.3%	2,179	5.2%	-0.4%	2,647	21.5%

Nguồn: HSC ước tính

Trong khi đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận của các mảng kinh doanh khác sẽ tăng không đáng kể. Mảng năng lượng phải đối mặt với áp lực trong ngắn hạn khi hiện tượng El Niño dự kiến sẽ làm chậm đà tăng trưởng sản lượng tại các nhà máy thủy điện Đắk Mi 3 và Srok Phu Miêng, dẫn đến KQKD của mảng này đi ngang so với cùng kỳ.

Nhìn về dài hạn, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 ở mức 2.647 tỷ đồng (tăng trưởng 21,5%) trên tổng doanh thu 12.151 tỷ đồng (tăng trưởng 12,9%). Động lực tăng trưởng chính đến từ sự phục hồi của diện tích KCN được bàn giao khi giá VLXD bình ổn, trong khi các mảng kinh doanh khác tiếp tục ghi nhận dòng tiền vững chắc.

Chúng tôi lưu ý rằng IDC áp dụng cả hai phương pháp ghi nhận doanh thu một lần và phân bổ dần đối với mảng BĐS KCN (tùy thuộc vào hình thức hợp đồng – đã được thảo luận chi tiết trong phần Báo cáo nhanh về ngành). Tính đến tháng 3/2026, doanh thu chưa thực hiện của công ty đạt 6,1 nghìn tỷ đồng, trong đó khoảng 803 tỷ đồng dự kiến sẽ được ghi nhận trong 12 tháng tới.

HSC dự báo không có các khoản mục không thường xuyên nào đáng kể trong giai đoạn 2026-2028. Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần và doanh thu thuần tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR giai đoạn 2025-2028 ở mức 11,1% và 12,3%.

Giảm 8,9% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Mua vào

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 8,9% giá mục tiêu xuống còn 52.200đ mặc dù đã tăng 4,8% RNAV/cp lên mức 74.500đ. Động thái này đã bị bù trừ bởi việc tăng 10 điểm phần trăm mức chiết khấu so với ước tính RNAV lên 30%. Mức chiết khấu mới tiệm cận sát hơn với mức chiết khấu bình quân của IDC, đồng thời phản ánh rõ nét quan điểm thận trọng của chúng tôi về triển vọng chung của toàn ngành. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 20% tại giá mục tiêu mới.

Sở hữu quỹ đất lớn đã giải phóng mặt bằng và sẵn sàng cho thuê tại các trung tâm công nghiệp, cùng danh mục dự án chưa triển khai tiềm năng (KCN Tân Phước 1, KCN Vinh Quang, KCN Phú Long), IDC thiết lập một triển vọng tăng trưởng mang tính cấu trúc rõ nét trong dài hạn. Nền tảng quỹ đất này còn được hỗ trợ vững chắc bởi các mảng kinh doanh cốt lõi mang lại dòng tiền lớn và có tính dự báo cao (năng lượng và BOT). Lợi thế cộng hưởng này mang lại cho công ty vị thế tối ưu để hưởng lợi từ dòng vốn FDI đang chảy vào lĩnh vực logistics và hàng tiêu dùng thiết yếu. Đây là những mảng mà IDC vốn đã khẳng định được vị thế lẫn năng lực triển khai vượt trội. Quan trọng hơn hết, IDC hiện đang được giao dịch ở mức chiết khấu sâu so với mức quân quá khứ.

Chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu IDC nhờ có bảng CĐKT lành mạnh với vị thế tiền mặt thuần vào cuối Q1/2026 (1,9 nghìn tỷ đồng) và dòng tiền hoạt động mạnh, tạo ra nền tảng vững chắc để công ty có thể chi trả cổ tức bằng tiền mặt ổn định (tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt 15% trong năm 2026).

Thông tin chi tiết về phương pháp định giá:

- Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các KCN, dự án nhà ở, nhà kho và mảng năng lượng (phân phối điện và nhà máy thủy điện). Chúng tôi chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) để định giá.
- Đối với một số dự án BĐS nhà ở chúng tôi không có thông tin chi tiết về quy hoạch tổng thể 1/500 và mốc thời gian phát triển, các khoản đầu tư vào các công ty liên kết/liên doanh và các tài sản khác, HSC sử dụng phương pháp giá trị sổ sách để định giá các tài sản này.
- Đối với phân khúc BOT, do có mức đóng góp không đáng kể vào lợi nhuận và định giá, để đơn giản hóa tiến trình định giá, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá trên sổ sách.
- Giá định WACC theo phương pháp DCF đối với IDC là 13,7% (từ 15,0% trước đó). Chúng tôi tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH sau điều chỉnh là 10,25% – sau khi cộng 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ 8,75% – hệ số beta là 1,2 lần (từ 1,3 lần).

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 29. Trong khi đó, chúng tôi thể hiện độ nhạy định giá đối với các lựa chọn lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh trong Bảng 30 và giá định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 31.

Bảng 29: Định giá SOTP, IDC

Tỷ đồng	Phương pháp	Lợi ích của IDC	NPV giữa năm 2027
Khu công nghiệp	DCF	51-100%	19,849
Năng lượng	DCF	51-100%	2,644
BOT	P/B		511
BĐS nhà ở	DCF	51-100%	2,666
Kho bãi	DCF	100%	2,059
Tài sản khác, điều chỉnh	BV		(329)
Tổng giá trị định giá lại			27,400
(-/+) Ng/tiền thuần			(2,792)
Giá trị vốn CSH			24,608
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)			330
RNAV/cổ phiếu (đồng)			74,500
Chiết khấu			30%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			52,200

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 30: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính, IDC

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	54,700	54,000	53,300	52,600	52,000
	3.5%	54,100	53,400	52,700	52,100	51,400
	4.0%	53,500	52,900	52,200	51,600	50,900
	4.5%	53,000	52,300	51,700	51,000	50,400
	5.0%	52,400	51,800	51,100	50,500	49,900

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 31: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng) với chiết khấu RNAV, IDC

Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu (đồng)	67,100	59,700	52,200	44,700	37,300
Tiềm năng tăng giá từ mức thị giá hiện tại	54.6%	37.6%	20.3%	3.0%	-14.1%

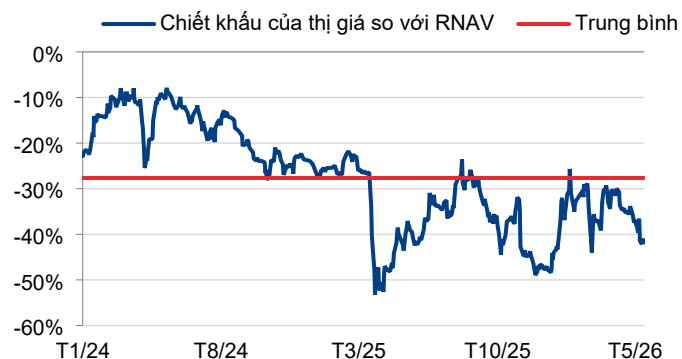
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% và 10% trong 1 tháng và 3 tháng qua, IDC đang giao dịch ở mức chiết khấu 41,7% so với ước tính RNAV, lớn hơn rất nhiều so với bình quân 3 năm (kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 1/2024) ở mức 27,7%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,6 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 7,9 lần.

Biểu đồ 32: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, IDC

IDC đang giao dịch ở mức chiết khấu của thị giá so với RNAV là 41,7%, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 27,7%



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 33: P/E trượt dự phóng 1 năm, IDC

Hiện là 6,6 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 7,9 lần



Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	8,847	8,588	9,250	10,760	12,151
Lợi nhuận gộp	3,337	3,060	3,060	3,468	4,030
Chi phí BH&QL	(398)	(396)	(479)	(547)	(607)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	2,940	2,664	2,581	2,921	3,423
Lãi vay thuần	29.6	0.00	333	91.8	132
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	1.88	0.06	0	0	0
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	22.3	254	0	0	0
LNTT	2,993	2,918	2,914	3,013	3,555
Chi phí thuế TNDN	(601)	(564)	(563)	(582)	(687)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(396)	(422)	(162)	(252)	(221)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	1,996	1,932	2,188	2,179	2,647
Lợi nhuận thuần ĐC	1,994	1,932	2,188	2,179	2,647
EBITDA ĐC	4,290	3,650	4,528	4,676	5,490
EPS (đồng)	6,049	5,855	6,632	6,603	8,022
EPS ĐC (đồng)	6,043	5,855	6,632	6,603	8,022
DPS (đồng)	4,716	3,940	3,450	3,450	3,450
Sig CP bình quân (triệu đv)	330	330	330	330	330
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	330	330	330	330	330
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	330	330	330	330	330

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	2,188	553	741	1,046	2,204
Đầu tư ngắn hạn	2,264	6,807	3,744	3,744	4,493
Phải thu khách hàng	1,515	1,157	1,216	1,367	1,506
Hàng tồn kho	1,401	1,299	2,788	2,743	2,410
Các tài sản ngắn hạn khác	54.2	41.0	41.0	41.0	41.0
Tổng tài sản ngắn hạn	7,422	9,857	8,529	8,941	10,653
TSCĐ hữu hình	2,957	2,822	(668)	(1,943)	(3,227)
TSCĐ vô hình	112	108	3,223	4,260	5,296
Bất động sản đầu tư	2,539	2,574	3,932	7,156	8,037
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	25.8	40.5	42.5	46.5	52.5
Tài sản dài hạn khác	5,744	7,799	10,357	9,770	10,464
Tổng tài sản dài hạn	11,378	13,345	16,886	19,289	20,623
Tổng cộng tài sản	18,800	23,201	25,414	28,230	31,276
Nợ ngắn hạn	1,144	2,612	2,873	2,873	2,757
Phải trả người bán	302	324	363	428	476
Nợ ngắn hạn khác	2,275	1,924	1,850	1,876	1,903
Tổng nợ ngắn hạn	4,533	5,621	5,899	6,049	6,074
Nợ dài hạn	1,992	3,265	4,905	6,405	7,821
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	55.5	52.5	52.5	52.5	52.5
Nợ dài hạn khác	5,011	6,000	5,082	4,956	4,831
Tổng nợ dài hạn	7,059	9,318	10,039	11,413	12,705
Tổng nợ phải trả	11,593	14,938	15,939	17,462	18,778
Vốn chủ sở hữu	5,616	6,459	7,509	8,550	10,058
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,592	1,804	1,966	2,218	2,439
Tổng vốn chủ sở hữu	7,208	8,263	9,475	10,768	12,497
Tổng nợ phải trả và VCSH	18,800	23,201	25,414	28,230	31,276
BVPS (đ)	17,018	19,574	22,755	25,908	30,480
Nợ thuần/(tiền mặt)	(1,316)	(1,483)	3,293	4,488	3,882

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	2,940	2,664	2,581	2,921	3,423
Khấu hao	(1,353)	(986)	(1,947)	(1,755)	(2,067)
Lãi vay thuần	29.6	0.00	333	91.8	132
Thuế TNDN đã nộp	(601)	(564)	(563)	(582)	(687)
Thay đổi vốn lưu động	407	908	(2,457)	(94.9)	199
Khác	(42.2)	(81.2)	(3.41)	(3.10)	(2.71)
LCT thuần từ HĐKD	4,085	3,914	1,837	4,088	5,132
Đầu tư TS dài hạn	(794)	(3,103)	(5,473)	(4,141)	(3,381)
Góp vốn & đầu tư	(3,255)	(8,742)	3,063	0	(749)
Thanh lý	2,414	4,580	0	0	0
Khác	159	256	(2.00)	(4.00)	(6.00)
LCT thuần từ HĐĐT	(1,476)	(7,010)	(2,412)	(4,145)	(4,136)
Cổ tức trả cho CSH	(1,556)	(1,300)	(1,138)	(1,138)	(1,138)
Thu từ phát hành CP	188	20.0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(386)	2,741	1,900	1,500	1,300
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(1,755)	1,461	762	362	162
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,334	2,188	553	741	1,046
LCT thuần trong kỳ	854	(1,635)	188	306	1,158
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.09	0.06	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,188	553	741	1,046	2,204
Dòng tiền tự do	3,292	810	(3,635)	(52.2)	1,751

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	37.7	35.6	33.1	32.2	33.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	48.5	42.5	48.9	43.5	45.2
Tỷ suất LNT (%)	22.6	22.5	23.7	20.3	21.8
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.1	19.3	19.3	19.3	19.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	22.2	(2.92)	7.71	16.3	12.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	47.1	(14.9)	24.0	3.28	17.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	43.3	(3.12)	13.3	(0.43)	21.5
Tăng trưởng EPS (%)	43.2	(3.21)	13.3	(0.43)	21.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	43.3	(3.12)	13.3	(0.43)	21.5
Tăng trưởng DPS (%)	1.56	(16.5)	(12.4)	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	78.0	67.3	52.0	52.3	43.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	37.7	32.0	31.3	27.1	28.5
ROACE (%)	21.0	16.7	13.9	14.0	14.4
Vòng quay tài sản (lần)	0.48	0.41	0.38	0.40	0.41
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.39	1.47	0.71	1.40	1.50
Số ngày tồn kho	92.8	85.7	164	137	108
Số ngày phải thu	100	76.4	71.7	68.5	67.7
Số ngày phải trả	20.0	21.4	21.4	21.4	21.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	22.3	84.0	95.3	98.0	85.0
Nợ/tài sản (%)	18.3	25.8	31.1	33.4	34.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.80	1.64	1.74	2.01	1.96
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.64	1.75	1.45	1.48	1.75
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.47	1.49	1.90	1.75	1.50
EV/EBITDA ĐC (lần)	3.03	3.52	3.89	4.02	3.32
P/E (lần)	7.17	7.41	6.54	6.57	5.41
P/E ĐC (lần)	7.18	7.41	6.54	6.57	5.41
P/B (lần)	2.55	2.22	1.91	1.68	1.42
Lợi suất cổ tức (%)	10.9	9.08	7.95	7.95	7.95

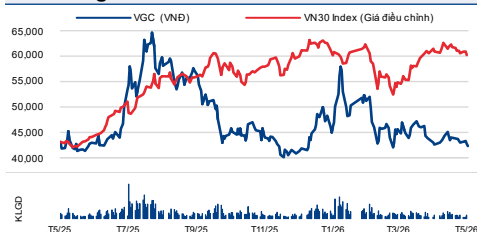
Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)
 Giá mục tiêu: VNĐ50,500 (từ VNĐ52,800)
 Tiềm năng tăng/giảm: 19.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2026)	42,300
Mã Bloomberg	VGC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	40,100-64,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	42,960
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	18,965
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	720
Slg CP lưu hành (tr.đv)	448
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	220
Slg CP NN được mua (tr.đv)	17.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	4.00%
Tỷ lệ freefloat	11.2%
Cổ đông lớn	Hạ tầng Gelex (50.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(0.70)	(17.4)	(1.89)
So với chỉ số	0.43	(14.8)	(29.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	4,483	3,876	15.7
2027F	4,797	4,866	(1.4)
2028F	5,820	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Viglacera là một trong những chủ đầu tư phát triển KCN lớn nhất và doanh nghiệp vật liệu xây dựng hàng đầu tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Đoàn Bảo Anh Tuấn

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
 tuan.dba@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
 trang.htk@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 129

Đất cho thuê chờ ghi nhận tăng mạnh; mảng kính phục hồi

- HSC giảm 4,4% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP đối với VGC xuống còn 50.500đ sau khi phân tích triển vọng ngành và KQKD Q1/2026 của công ty. Với tiềm năng tăng giá 19% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 52,1% và 41,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 lên 2.010 tỷ đồng và 2.151 tỷ đồng, dựa trên kỳ vọng diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu tăng trưởng tích cực và sự phục hồi của mảng VLXD. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, với lợi nhuận thuần dự kiến đạt 2.609 tỷ đồng (tăng trưởng 21,3% so với cùng kỳ).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 17% trong 3 tháng qua, VGC đang giao dịch ở mức chiết khấu 39,7% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 20%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,4 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 12,3 lần.

Sự kiện: Phân tích chi tiết KQKD Q1/2026

VGC công bố KQKD Q1/2026 tích cực với lợi nhuận thuần đạt 216 tỷ đồng (giảm 32,7% svck và giảm 60,9% so với quý trước) trên doanh thu 3.274 tỷ đồng (tăng 14,7% svck nhưng giảm 17,7% so với quý trước). Kết quả này nhìn chung sát với kỳ vọng của HSC, nhờ bàn giao 20 ha đất KCN, trong khi mảng VLXD ghi nhận đà phục hồi vững chắc. Diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu thể hiện khả năng chống chịu tốt trước những bất ổn toàn cầu, đạt 111 ha tính đến tháng 4/2026, tương đương 88% KHKD cho cả năm 2026 của VGC. Trong khi đó, mảng kính xây dựng chính thức có lãi trở lại với tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 12% từ mức âm 11,6% trong Q4/2025, sau khi các biện pháp thuế CBPG có hiệu lực từ tháng 2/2026.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027

HSC tăng lần lượt 52,1% và 41,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027, cho thấy tốc độ tăng trưởng 43% và 7% svck lần lượt trong hai năm, nhằm phản ánh kỳ vọng diện tích đất cho thuê tăng cao sau khi công ty công bố diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu vững chắc trong thời gian gần đây, bên cạnh sự phục hồi của mảng VLXD (chủ yếu là kính). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, với lợi nhuận thuần đạt 2.609 tỷ đồng (tăng trưởng 21,3% svck), với động lực đến từ việc tiếp tục mở rộng/thương mại hóa quỹ đất KCN và tỷ suất lợi nhuận mảng VLXD cải thiện. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần và doanh thu thuần tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR giai đoạn 2025-2028 ở mức 23% và 13,2%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 1% trong 1 tháng và giảm 17% trong 3 tháng qua, VGC đang giao dịch ở mức chiết khấu 39,7% so với ước tính RNAV, lớn hơn rất so với bình quân 3 năm ở mức 20%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,4 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 12,3 lần. HSC giảm nhẹ 4,4% giá mục tiêu xuống còn 50.500đ do tác động tích cực từ việc điều chỉnh tăng 8,3% ước tính RNAV (sau khi phản ánh ba dự án KCN mới được phê duyệt vào mô hình định giá, đồng thời lùi cơ sở định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027) nhỏ hơn tác động tiêu cực từ việc tăng 10 điểm phần trăm mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV lên mức 30% nhằm phản ánh quan điểm thận trọng hơn về triển vọng ngành. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 19% tại giá mục tiêu mới. Với khoảng 1.800 ha đất có sẵn để cho thuê – bao gồm 800 ha tại các tỉnh thành thu hút dòng vốn FDI trọng điểm – chúng tôi tiếp tục đánh giá VGC là một trong những đơn vị hưởng lợi lớn nhất trong dài hạn từ xu hướng tăng tốc của dòng vốn FDI vào Việt Nam.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,862	4,201	(7,767) ▼	4,013 ▼	4,667
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,105	1,403	2,010 ▲	2,151 ▲	2,609
EPS ĐC (đồng)	2,464	3,130	4,483 ▲	4,797 ▲	5,820
DPS (đồng)	1,493	2,564	2,564 ▲	2,564 ▲	2,564
BVPS (đồng)	18,532	19,339	21,258 ▲	23,492 ▲	26,748
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.42	5.27	(3.03)	5.49	4.71
P/E ĐC (lần)	17.2	13.5	9.43	8.82	7.27
Lợi suất cổ tức (%)	3.53	6.06	6.06	6.06	6.06
P/B (lần)	2.28	2.19	1.99	1.80	1.58
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(9.31)	27.0	43.2	7.01	21.3
ROAE (%)	13.7	16.5	22.1	21.4	23.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu tăng trưởng tích cực và mảng VLXD hồi phục

HSC đánh giá KQKD Q1/2026 của VGC có khả năng chống chịu tốt trước những lo ngại dai dẳng về tình hình bất định của thương mại toàn cầu, điều kiện tín dụng thắt chặt và chi phí xây dựng leo thang. Với đà tăng trưởng của diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu mạnh hơn kỳ vọng cùng với sự phục hồi vượt bậc của mảng VLXD (đặc biệt là kính xây dựng), chúng tôi tăng lần lượt 42-52% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027, cho thấy tốc độ tăng trưởng lần lượt là 43% và 7%. Đồng thời, dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028 cũng cho thấy tốc độ tăng trưởng 21,3%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VGC nhưng giảm 4,4% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống còn 50.500đ do tác động từ việc tăng mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV lên 30% (từ 20% trước đó) lớn hơn tác động từ việc tăng ước tính RNAV.

KQKD Q1/2026 được phục hồi bởi mảng VLXD

Lợi nhuận thuần Q1/2026 của VGC đạt 216 tỷ đồng, giảm 32,7% so với cùng kỳ và giảm 60,9% so với quý trước trên doanh thu 3.274 tỷ đồng, tăng 14,7% so với cùng kỳ nhưng giảm 17,7% so với quý trước, nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi (Bảng 34).

Bảng 34: KQKD Q1/2026, VGC

KQKD quý 1/2026 khả quan, chủ yếu được hỗ trợ bởi doanh thu bán nhà dự án của mảng KCN vượt kỳ vọng và sự phục hồi mạnh của mảng kính xây dựng.

Tỷ đồng	Q1/25	Q4/25	Q1/26	svck	svqt	% dự báo cũ HSC	% kế hoạch VGC
Tổng doanh thu	2,855	3,978	3,274	14.7%	-17.7%	23.1%	21.4%
BDS	37	226	215	481.6%	-4.8%		
Cho thuê đất KCN	1,221	963	716	-41.4%	-25.7%		
Kính xây dựng	1,359	2,449	2,106	55.0%	-14.0%		
Khác	237	326	237	0.0%	-27.4%		
Lợi nhuận gộp	842	1,314	849	0.9%	-35.4%		
Chi phí BH&QL	(356)	(454)	(392)	10.1%	-13.7%		
LNTT	413	880	416	0.8%	-52.7%	22.1%	22.9%
Lợi nhuận thuần	321	552	216	-32.7%	-60.9%		

Nguồn: HSC dự báo

Trước những lo ngại kéo dài về những bất định trong thương mại toàn cầu, điều kiện tín dụng thắt chặt và chi phí xây dựng leo thang, HSC đánh giá KQKD thể hiện khả năng chống chịu tốt của công ty, với đà tăng trưởng của diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu cao hơn kỳ vọng và sự phục hồi rõ rệt của mảng kính xây dựng, sau khi chính sách [thuế chống bán phá giá chính thức có hiệu lực từ giữa tháng 2/2026](#). Chi tiết như sau:

- Doanh thu kinh doanh BDS đạt 215 tỷ đồng (giảm nhẹ 4,8% so với quý trước nhưng tăng mạnh 481,6% so với cùng kỳ do mức nền thấp của Q1/2025).
- Doanh thu cho thuê đất KCN đạt 716 tỷ đồng, giảm 25,7% so với quý trước và giảm 41,4% so với cùng kỳ, từ việc bàn giao 20 ha đất công nghiệp. Kết quả này phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.
- Diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu thể hiện khả năng phục hồi tốt trước những bất ổn toàn cầu bắt nguồn từ tình hình xung đột tại Trung Đông. Cụ thể, diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu của VGC đạt 111 ha tính đến tháng 4, bao gồm dự án Sông Công II (37 ha) và Số 1 Hưng Yên (30 ha). Kết quả này hoàn thành 88% KHKD cho cả năm công ty (150 ha) và 97% dự báo cho cả năm của chúng tôi (135 ha). VGC cũng đã mở rộng hơn 1.100 ha đất thuộc các dự án KCN mới được phê duyệt, bao gồm KCN Tây Phổ Yên, Phù Ninh giai đoạn 1 và Số 1 Hưng Yên, qua đó củng cố vững chắc triển vọng tăng trưởng dài hạn.
- Trong khi đó, doanh thu mảng VLXD đạt 2.106 tỷ đồng, tăng 55% so với cùng kỳ nhưng giảm 14% so với quý trước. Điểm sáng cốt lõi đến từ đà phục hồi của phân khúc kính xây dựng khi doanh thu đạt 792 tỷ đồng (tăng 214,2% so với cùng kỳ),

chính thức có lãi trở lại sau giai đoạn thua lỗ kéo dài trong hai năm 2024-2025. Kết quả tích cực này được hỗ trợ tích cực từ việc áp dụng thuế chống bán phá giá tạm thời đối với sản phẩm kính nổi nhập khẩu từ Indonesia và Malaysia kể từ tháng 2/2026. Tỷ suất lợi nhuận gộp của phân khúc kính xây dựng đã cải thiện rõ rệt lên mức 12% (so với 6,8% trong Q1/2025 và mức âm 11,6% trong Q4/2025).

- Các phân khúc sản phẩm VLXD khác (gạch ốp lát, thiết bị vệ sinh) cũng ghi nhận đà phục hồi mạnh ở mức hai chữ số, với doanh thu Q1/2026 lần lượt đạt 824 tỷ đồng (tăng 28% so với cùng kỳ) và 264 tỷ đồng (tăng 30% so với cùng kỳ).

Nhìn chung, mặc dù lợi nhuận thuần có phần suy yếu do yếu tố mùa vụ, KQKD Q1/2026 của VGC đã củng cố vững chắc cho triển vọng lợi nhuận của công ty trong năm 2026-2027. Xu hướng bứt phá này được hỗ trợ mạnh mẽ bởi diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu vững chắc, quỹ đất liên tục mở rộng và đà phục hồi ổn định của mảng VLXD.

Bảng 35: Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh, VGC

Tỷ suất lợi nhuận gộp ổn định ở mức 26,1%, trong đó mảng kính xây dựng ghi nhận sự phục hồi đáng kể, với tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên 12,0%

Tỷ đồng	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	svck	svqt
Doanh thu							
BDS	37	96	104	226	215	269.80%	-4.80%
Cho thuê đất KCN	1,221	746	366	963	716	32.00%	-25.70%
Kính xây dựng	1,359	2,026	2,417	2,449	2,106	14.50%	-14.00%
Khác	237	372	370	326	237	-13.00%	-27.40%
Tổng doanh thu	2,854	3,240	3,257	3,964	3,274	20.70%	-17.40%
Lợi nhuận gộp							
BDS	7	17	13	67	26	103.20%	-61.20%
Cho thuê đất KCN	546	759	194	594	394	43.30%	-33.60%
Kính xây dựng	236	298	371	265	348	19.90%	31.40%
Khác	52	74	132	100	85	12.50%	-15.10%
Tổng lợi nhuận gộp	841	1,147	709	1,026	854	30.50%	-16.80%
Tỷ suất lợi nhuận gộp							
BDS	19.7%	17.4%	12.0%	29.4%	12.0%		
Cho thuê đất KCN	44.7%	101.7%	53.1%	61.7%	55.1%		
Kính xây dựng	17.3%	14.7%	15.3%	10.8%	16.5%		
Khác	21.9%	19.7%	35.6%	30.7%	35.9%		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	29.5%	35.4%	21.8%	25.9%	26.1%		

Nguồn: HSC dự báo

Bảng 36: Khu công nghiệp VGC, Q1/2026



Nguồn: website công ty

Quỹ đất liên tục được mở rộng

Kể từ khi phát hành [Báo cáo doanh nghiệp](#) vào ngày 25/11/2025, VGC đã khởi công thêm ba dự án KCN mới. Động thái này giúp bổ sung khoảng 1.125 ha vào tổng quỹ đất hiện tại và nâng tổng số lượng KCN của công ty lên 19 KCN. Chi tiết như sau:

- KCN Tây Phổ Yên giai đoạn 1 (499 ha, Thái Nguyên): Dự án được phê duyệt ngay trong ngày đầu tiên của năm 2026 với tổng vốn đăng ký là 5,4 nghìn tỷ đồng. Nằm tại cửa ngõ phía Nam của tỉnh Thái Nguyên, dự án này kết nối trực tiếp với tuyến đường Cao tốc Hà Nội - Thái Nguyên và Đường vành đai 5, tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động logistics hướng đi Sân bay Nội Bài và các cảng biển lớn tại miền Bắc. Vị trí chiến lược nằm trong hệ sinh thái của Samsung – kết hợp với nguồn lao động có tay nghề cao từ các trường đại học lân cận – giúp dự án trở thành lựa chọn tối ưu cho các khách thuê FDI thuộc lĩnh vực công nghệ cao.

Lực cầu thuê đất dồi dào tại Thái Nguyên là yếu tố cốt lõi củng cố cho triển vọng hấp thụ của dự án này trong thời gian tới. Tại khu vực lân cận, dự án KCN Sông Công II (Khu II) liền kề của VGC đã hoàn tất bàn giao 15 ha cho hai khách thuê (tổng vốn đầu tư đạt 70 triệu USD), đồng thời đang trong quá trình đàm phán chuyên sâu với một nhà đầu tư khác có quy mô vốn dự kiến 250 triệu USD. VGC kỳ vọng sẽ lấp đầy toàn bộ phân khu này vào cuối năm 2026. Là KCN thứ hai của VGC tại Thái Nguyên, KCN Tây Phổ Yên sở hữu vị thế lý tưởng để đón đầu lượng cầu dư thừa mà dự án KCN Sông Công II không thể hấp thụ hết.

Về tiến độ triển khai, BLĐ đặt mục tiêu khởi công vào tháng 6/2026. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá mục tiêu này có phần tham vọng và kỳ vọng dự án này sẽ đáp ứng cam kết sẽ bàn giao đất từ năm 2029. Mặc dù vậy, đây vẫn là động lực hỗ trợ tích cực trong tương lai.

- KCN Phù Ninh giai đoạn 1 (409 ha, Phú Thọ): Dự án đã được phê duyệt chủ trương đầu tư vào tháng 1/2026 với tổng vốn đầu tư gần 2,6 nghìn tỷ đồng (Giai đoạn 1 triển khai 150 ha). Công ty dự kiến sẽ khởi công dự án này trong Q2/2026, với mục tiêu đưa một phần dự án vào hoạt động trong Q4/2026 và hoàn thiện toàn bộ vào Q4/2030. KCN Phù Ninh hưởng lợi trực tiếp từ vị thế sẵn có của VGC tại

Phú Thọ. Gần đó, KCN Phú Hà đã thu hút hơn 30 doanh nghiệp (bao gồm BYD, INOUE Rubber và nhiều nhà cung cấp cấp 1 của Samsung) với tổng vốn FDI vượt mức 1,3 tỷ USD. Lợi thế này mang lại cho VGC vị thế thương hiệu vững chắc cùng hệ thống khách thuê sẵn có dồi dào để khai thác hiệu quả tại địa phương. Phú Thọ cũng đang ngày càng thu hút dòng vốn đầu tư nhờ quỹ đất dồi dào và chi phí cạnh tranh so với các trung tâm công nghiệp cấp 1 vốn đang trong trạng thái bão hòa. Chúng tôi dự báo dự án KCN Phú Ninh sẽ bắt đầu cho thuê đất từ năm 2028.

- KCN Số 1 Hưng Yên (217 ha, Hưng Yên): Dự án đã nhận được chấp thuận chủ trương đầu tư vào tháng 10/2025 với tổng vốn đầu tư là 2,3 nghìn tỷ đồng. VGC hiện đang tập trung vào công tác giải phóng mặt bằng và đặt mục tiêu khởi công xây dựng vào tháng 6/2026.

Bảng 37: Tiến độ các dự án, VGC

Bổ sung thêm Tây Phổ Yên, Phú Ninh và số 1 Hưng Yên trong Q1/2026.

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích thương mại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy Q1/2026 (%)	Tiến độ
Khu công nghiệp/cụm công nghiệp					
Yên Phong 1	Bắc Ninh	344	259	84%	Đang cho thuê
Yên Phong 2	Bắc Ninh	314	227	98%	Đang cho thuê
Phú Hà	Phú Thọ	356	271	62%	Đang cho thuê
Đồng Văn 4	Ninh Bình	300	231	98%	Đang cho thuê
Tiền Hải	Hưng Yên	466	190	60%	Đang cho thuê
Đồng Mai 1	Quảng Ninh	318	126	98%	Đã hoàn tất cho thuê 168 ha (giai đoạn 1)
Hải Yến	Quảng Ninh	182	137	43%	Đang cho thuê
Phong Điền	Huế	284	217	17%	Đang cho thuê
Yên Mỹ	Hưng Yên	280	207	77%	Đang cho thuê
IIC Yên Phong	Bắc Ninh	219	141	93%	Đang cho thuê
Tiên Sơn	Bắc Ninh	350	244	100%	Hoàn tất cho thuê
Thuận Thành	Bắc Ninh	250	184	37%	Đang cho thuê
ViMariel	Cuba	256	179	n/a	Đang cho thuê
Sông Công 2	Thái Nguyên	300	219	7%	Đang cho thuê
Dốc Đá Trang	Khánh Hòa	288	213	0%	Đang xây dựng
Trần Yên 1	Lào Cai	255	179	23%	Đang cho thuê
Tây Phổ Yên	Thái Nguyên	499	324	0%	2027 – 2028
Phú Ninh	Phú Thọ	409	266	0%	Dự kiến khởi công xây dựng vào năm 2026
Số 1 Hưng Yên	Hưng Yên	217	182	0%	Dự kiến khởi công xây dựng vào năm 2026
		5,887	3,996		

Nguồn: VGC, HSC

Nằm trên địa bàn các xã Yên Mỹ và Xuân Trúc, dự án KCN Số 1 Hưng Yên sở hữu vị trí chiến lược khi nằm sát Đường tỉnh 382B và kết nối trực tiếp với Cao tốc Hà Nội - Hải Phòng, đóng vai trò là cửa ngõ giao thương quan trọng của Vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc. Trong bối cảnh Hưng Yên ngày càng trở thành điểm đến đầu tư hấp dẫn nhờ các chính sách ưu đãi cạnh tranh, môi trường kinh doanh thông thoáng và sự hỗ trợ mạnh mẽ từ chính quyền địa phương, chúng tôi kỳ vọng VGC sẽ tiếp tục phát huy uy tín sẵn có để đảm bảo chất lượng phát triển dự án. Từ đó, công ty có thể củng cố niềm tin của khách thuê và đón đầu thành công dòng vốn FDI đang đổ mạnh vào tỉnh. Chúng tôi cũng lưu ý rằng dự án này đã nhận được tiền đặt cọc giữ chỗ cho hơn 30 ha đất dù vẫn chưa chính thức khởi công.

Tăng dự báo lợi nhuận năm 2026-2027; đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

Như đã thảo luận trong phần Báo cáo nhanh về ngành, HSC cho rằng ngành BĐS KCN Việt Nam đang trở lại trạng thái "án binh bất động". Tâm lý này xuất hiện bắt chước nhu cầu thuê đất tăng mạnh trong thời gian gần đây, được thúc đẩy chủ yếu bởi lượng cầu dồn nén sau khi Mỹ công bố biểu thuế quan vào tháng 8/2025. Mặc dù vốn FDI đăng ký về mặt bản chất vẫn duy trì được động lực cấu trúc tốt, giới đầu tư đang trở nên chọn lọc hơn trong bối cảnh địa chính trị bất ổn, chi phí xây dựng leo thang và tâm lý suy giảm của ngành sản xuất toàn cầu.

KQKD Q1/2026 của VGC dù khá vững chắc nhưng lại cũng cố cho quan điểm của chúng tôi rằng diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu tích cực trong giai đoạn Q4/2025–Q1/2026 chủ yếu đến từ lượng cầu dồn nén trước đó. Tại ĐHCĐ vừa qua, BLĐ cũng lưu ý về những tín hiệu chững lại của tỷ lệ hấp thụ trong tháng 4, hoàn toàn phù hợp với luận điểm trước đó của chúng tôi.

Tuy nhiên, VGC định hình sự khác biệt rõ nét so với các nhà phát triển BĐS KCN khác trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi nhờ có mô hình kinh doanh tích hợp mảng vật liệu xây dựng. Theo quan điểm của chúng tôi, mảng VLXD của VGC sẽ hưởng lợi lớn nhờ sự cộng hưởng từ hai yếu tố vĩ mô cốt lõi: (1) tiến độ phê duyệt pháp lý được đẩy nhanh giúp khơi thông nguồn cung cho mảng BĐS nhà ở, và (1) Việt Nam đang bước vào chu kỳ bùng nổ đầu tư cơ sở hạ tầng. Động lực tăng trưởng mang tính chu kỳ này đã được minh chứng rõ nét qua KQKD tích cực trong Q1/2026. Mặc dù vậy, chúng tôi lưu ý rằng dù doanh thu mảng này dự kiến cải thiện mạnh, độ trễ trong khả năng chuyển chi phí đầu vào vào giá bán nhiều khả năng sẽ hạn chế dư địa cải thiện của tỷ suất lợi nhuận gộp.

Chúng tôi điều chỉnh tăng mạnh lần lượt 52,1% và 41,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027, chủ yếu nhằm phản ánh: (1) diện tích đất được bàn giao đất KCN dự kiến tăng cao nhờ diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu tích cực trong Q1/2026, (2) tốc độ phục hồi nhanh hơn của mảng VLXD, đặc biệt là kính xây dựng, và (3) đóng góp từ các KCN mới được đưa vào hoạt động bao gồm KCN Sông Công II, Dốc Đá Trắng và Trấn Yên. Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 sẽ đạt 2.010 tỷ đồng và 2.151 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng 43,2% và 7%. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, với lợi nhuận thuần đạt 2.609 tỷ đồng (tăng trưởng 21,3%), với động lực đến từ việc tiếp tục mở rộng/thương mại hóa quỹ đất KCN và tỷ suất lợi nhuận mảng VLXD cải thiện.

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần và doanh thu thuần tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR giai đoạn 2025-2028 ở mức 23% và 13,2%.

Bảng 38: Dự báo mới lợi nhuận, VGC

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần sẽ tăng trưởng với CAGR giai đoạn 2025-2028 lần lượt là 23

Tỷ đồng	2025A	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2028F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	13,315	17,856	26.0%	34.1%	18,528	22.7%	3.8%	19,297	4.2%
Lợi nhuận gộp	3,999	5,220	30.8%	30.5%	5,540	24.8%	6.1%	5,995	8.2%
Chi phí BH&QL	(1,705)	(1,817)	0.6%	6.6%	(1,960)	0.6%	7.9%	(2,079)	6.0%
Lợi nhuận HĐ	2,294	3,403	55.7%	48.3%	3,580	43.8%	5.2%	3,917	9.4%
LNTT	2,202	3,195	69.9%	45.1%	3,448	56.8%	7.9%	3,963	14.9%
Lợi nhuận thuần	1,403	2,010	52.1%	43.2%	2,151	41.5%	7.0%	2,609	21.3%

Nguồn: HSC dự báo

Giảm 4,4% giá mục tiêu xuống còn 50.500đ; duy trì k/n Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VGC nhưng giảm nhẹ 4,4% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống còn 50.500đ (tiềm năng tăng giá là 19%), do tác động từ việc tăng 8,3% ước tính RNAV (sau khi phản ánh ba dự án KCN mới được phê duyệt vào mô hình định giá và lùi cơ sở định giá thêm 6 tháng về giữa năm 2027) được bù trừ hoàn toàn bởi việc tăng 10 điểm phần trăm mức chiết khấu giá định so với ước tính RNAV lên mức 30% nhằm phản ánh quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi về triển vọng ngành.

Nhờ có quỹ đất công nghiệp vững chắc, bao gồm khoảng 1.800 ha đất có sẵn để cho thuê (khoảng 800 ha tại các vị trí chiến lược – những tỉnh dẫn đầu về thu hút vốn FDI tại Việt Nam như Bắc Ninh, Hưng Yên, Quảng Ninh), VGC đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam.

Chi tiết về các giả định định giá của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các KCN, ngoại trừ ViMarel (ở Cuba) – đối với KCN này chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách và sử dụng

giá trị sổ sách để định giá các tài sản khác, bao gồm một số dự án BĐS nhà ở và các khoản đầu tư vào các công ty liên doanh liên kết.

- Chúng tôi cũng sử dụng phương pháp DCF để định giá mảng VLXD cũng như áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 3% (không đổi) để chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF).
- Các tài sản hoạt động khác, chủ yếu bao gồm BĐS dân dụng và các khoản đầu tư dài hạn, được định giá theo giá trị sổ sách.
- HSC giữ nguyên giả định WACC ở mức 12,2% trong các mô hình định giá DCF. Mức này dựa trên lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH sau điều chỉnh là 10,25% (bao gồm phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ 8,75% cộng thêm 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội cho ngành BĐS và khu công nghiệp), và hệ số beta không đổi ở mức 1,1 lần.

Bảng 39: Định giá SOTP, VGC

Tỷ đồng	Phương pháp	Sở hữu của VGC	Định giá giữa năm 2027
BĐS KCN	DCF, BV	51-100%	20,918
Vật liệu xây dựng	DCF	25-100%	8,459
Tài sản khác, điều chỉnh	BV		1,594
Tổng giá trị tài sản			30,971
(-) Nợ/tiền mặt thuần			977
Giá trị của vốn CSH			31,948
Tổng Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			448
RNAV của cổ phiếu			71,500
Chiết khấu giả định			30%
Giá mục tiêu (đồng)			50,500

Nguồn: HSC dự báo

Bảng 40: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính, VGC

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn của mảng vật liệu xây dựng				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	52,000	52,500	52,500	53,500	55,000
	3.5%	50,500	50,500	51,500	52,500	52,500
	4.0%	49,000	50,000	50,500	50,500	51,500
	4.5%	48,000	48,500	49,000	49,500	50,500
	5.0%	47,000	48,000	48,000	48,500	49,000

Nguồn: HSC dự báo

Bảng 41: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng) đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, VGC

Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV:	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu	64,900	57,700	50,500	43,300	36,100
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại	53.4%	36.4%	19.4%	2.4%	-14.7%

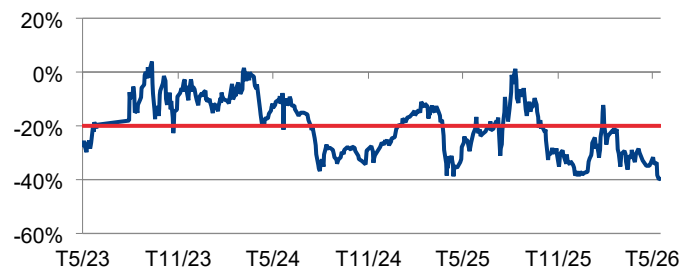
Nguồn: HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 1% trong 1 tháng và giảm 17% trong 3 tháng qua, VGC đang giao dịch ở mức chiết khấu 39,7% so với ước tính RNAV, lớn hơn rất so với bình quân 3 năm ở mức 20%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,4 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 12,3 lần.

Bảng 42: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VGC

VGC đang giao dịch ở mức chiết khấu 39,7% so với RNAV, so hơn so với bình quân 3 năm ở mức 20%



Nguồn: HSC dự báo

Bảng 43: P/E trượt dự phóng 1 năm, VGC

Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,4 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 12,3 lần



Nguồn: HSC dự báo

Rủi ro

Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng: Tâm lý “án binh bất động” nhiều khả năng sẽ quay trở lại chi phối nhà đầu tư, dưới tác động cộng hưởng từ những bất ổn địa chính trị tại Trung Đông, điều kiện thắt chặt tín dụng và áp lực chi phí vật liệu xây dựng gia tăng. Các yếu tố rủi ro này đã được chúng tôi phân tích và thảo luận trong phần Báo cáo nhanh về ngành.

Rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng: Tốc độ hấp thụ đất KCN diễn ra nhanh hơn dự kiến, đi kèm đà bứt phá mạnh mẽ từ mảng VLXD (đặc biệt là mảng kính xây dựng).

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	11,906	13,315	17,856	18,528	19,297
Lợi nhuận gộp	3,517	3,999	5,220	5,540	5,995
Chi phí BH&QL	(1,606)	(1,705)	(1,817)	(1,960)	(2,079)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,911	2,294	3,403	3,580	3,917
Lãi vay thuần	(215)	(215)	(250)	(174)	4.07
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	(74.8)	(7.64)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	9.25	131	41.9	41.9	41.9
LNTT	1,630	2,202	3,195	3,448	3,963
Chi phí thuế TNDN	(443)	(607)	(639)	(690)	(793)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(82.9)	(191)	(546)	(607)	(561)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,105	1,403	2,010	2,151	2,609
Lợi nhuận thuần ĐC	1,105	1,403	2,010	2,151	2,609
EBITDA ĐC	3,862	4,201	(7,767)	4,013	4,667
EPS (đồng)	2,464	3,130	4,483	4,797	5,820
EPS ĐC (đồng)	2,464	3,130	4,483	4,797	5,820
DPS (đồng)	1,493	2,564	2,564	2,564	2,564
Sig CP bình quân (triệu đv)	448	448	448	448	448
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	2,860	2,425	1,473	2,626	3,134
Đầu tư ngắn hạn	433	2,160	3,024	4,234	4,234
Phải thu khách hàng	1,081	1,119	2,515	1,546	2,667
Hàng tồn kho	4,376	4,019	10,313	10,451	11,756
Các tài sản ngắn hạn khác	714	641	641	641	641
Tổng tài sản ngắn hạn	9,464	10,364	17,966	19,497	22,431
TSCĐ hữu hình	5,860	5,563	5,686	5,817	5,941
TSCĐ vô hình	160	215	351	476	590
Bất động sản đầu tư	1,914	2,174	2,088	2,002	1,917
Đầu tư dài hạn	8.22	7.72	7.72	7.72	7.72
Đầu tư vào Cty LD,LK	357	222	222	222	222
Tài sản dài hạn khác	7,063	7,891	2,694	2,343	1,687
Tổng tài sản dài hạn	15,363	16,072	11,048	10,868	10,365
Tổng cộng tài sản	24,827	26,437	29,015	30,365	32,797
Nợ ngắn hạn	2,572	2,713	1,708	742	(162)
Phả trả người bán	1,754	1,674	1,936	2,060	2,033
Nợ ngắn hạn khác	2,138	2,288	2,288	2,288	2,288
Tổng nợ ngắn hạn	8,746	8,358	8,199	7,424	6,570
Nợ dài hạn	2,240	2,872	4,314	4,937	6,304
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	187	306	306	306	306
Nợ dài hạn khác	3,265	3,171	3,060	2,953	2,851
Tổng nợ dài hạn	5,693	6,350	7,680	8,196	9,462
Tổng nợ phải trả	14,874	14,866	16,037	15,778	16,190
Vốn chủ sở hữu	8,309	8,671	9,531	10,533	11,992
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,644	2,900	3,446	4,054	4,614
Tổng vốn chủ sở hữu	9,953	11,571	12,977	14,586	16,607
Tổng nợ phải trả và VCSH	24,827	26,437	29,015	30,365	32,797
BVPS (đ)	18,532	19,339	21,258	23,492	26,748
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,952	3,160	4,549	3,054	3,009

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	1,911	2,294	3,403	3,580	3,917
Khấu hao	(1,951)	(1,907)	11,170	(433)	(750)
Lãi vay thuần	(215)	(215)	(250)	(174)	4.07
Thuế TNDN đã nộp	(443)	(607)	(639)	(690)	(793)
Thay đổi vốn lưu động	1,269	80.1	(6,955)	915	(2,478)
Khác	(178)	(120)	41.9	41.9	41.9
LCT thuần từ HKKD	4,296	3,339	(15,569)	4,107	1,442
Đầu tư TS dài hạn	(2,534)	(2,789)	16,194	(252)	(248)
Góp vốn & đầu tư	(938)	(2,618)	(864)	(1,210)	0
Thanh lý	1,132	728	0	0	0
Khác	51.4	84.5	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(2,289)	(4,594)	15,330	(1,462)	(248)
Cổ tức trả cho CSH	(669)	(1,150)	(1,150)	(1,150)	(1,150)
Thu từ phát hành CP	0	1,223	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(253)	819	437	(343)	464
Khác	(69.2)	(75.5)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(992)	817	(713)	(1,492)	(686)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,842	2,860	2,425	1,473	2,626
LCT thuần trong kỳ	1,015	(439)	(952)	1,153	508
Ảnh hưởng của tỷ giá	3.84	3.45	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,860	2,425	1,473	2,626	3,134
Dòng tiền tự do	1,762	550	625	3,854	1,194

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	29.5	30.0	29.2	29.9	31.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	32.4	31.6	(43.5)	21.7	24.2
Tỷ suất LNT (%)	9.28	10.5	11.3	11.6	13.5
Thuế TNDN hiện hành (%)	27.2	27.6	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(9.76)	11.8	34.1	3.76	4.15
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(22.9)	8.79	(285)	152	16.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(9.31)	27.0	43.2	7.01	21.3
Tăng trưởng EPS (%)	(9.31)	27.0	43.2	7.01	21.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(9.31)	27.0	43.2	7.01	21.3
Tăng trưởng DPS (%)	(28.1)	71.8	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	60.6	81.9	57.2	53.4	44.1
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	13.7	16.5	22.1	21.4	23.2
ROACE (%)	12.0	13.4	17.5	16.4	15.9
Vòng quay tài sản (lần)	0.49	0.52	0.64	0.62	0.61
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	2.25	1.46	(4.58)	1.15	0.37
Số ngày tồn kho	190	157	298	294	323
Số ngày phải thu	47.0	43.9	72.7	43.4	73.2
Số ngày phải trả	76.3	65.6	55.9	57.9	55.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	46.6	50.3	66.5	46.6	41.2
Nợ/tài sản (%)	27.1	25.7	26.9	24.8	24.6
EBIT/lãi vay (lần)	8.88	10.7	13.6	20.6	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.74	1.62	(1.01)	1.88	1.73
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.08	1.24	2.19	2.63	3.41
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.76	1.66	1.32	1.19	1.14
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.42	5.27	(3.03)	5.49	4.71
P/E (lần)	17.2	13.5	9.43	8.82	7.27
P/E ĐC (lần)	17.2	13.5	9.43	8.82	7.27
P/B (lần)	2.28	2.19	1.99	1.80	1.58
Lợi suất cổ tức (%)	3.53	6.06	6.06	6.06	6.06

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

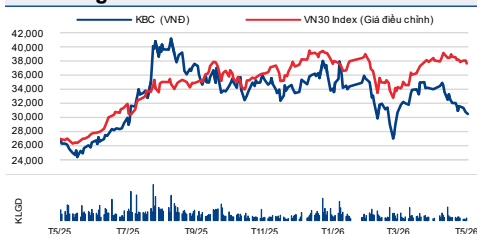
Giá mục tiêu: VNĐ35,000 (từ VNĐ44,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 14.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2026)	30,500
Mã Bloomberg	KBC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	24,400-41,150
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	30,900
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	28,724
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,091
Slg CP lưu hành (tr.đv)	942
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	461
Slg CP NN được mua (tr.đv)	364
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	10.3%
Tỷ lệ freefloat	67.7%
Cổ đông lớn	tư và Phát triển DTT (9.19%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(10.0)	(13.8)	13.2
So với chỉ số	(9.00)	(11.2)	(19.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,270	3,325	(61.8)
2027F	2,202	3,866	(43.1)
2028F	5,230	5,623	(7.0)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

KBC là một trong những doanh nghiệp phát triển KCN lớn nhất Việt Nam với hơn 5.000ha diện tích đất KCN.

Chuyên viên phân tích

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
 trang.htk@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 129

Nguyễn Lê Cẩm Ly

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
 ly.nlc@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 172

Vượt qua áp lực chi phí lãi vay

- HSC giảm 21,3% giá mục tiêu của theo phương pháp SoTP đối với KBC xuống còn 35.000đ sau khi điều chỉnh giảm 8,2% RNAV đồng thời tăng mức chiết khấu giả định so với RNAV. Với tiềm năng tăng giá 15% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).
- Chúng tôi giảm lần lượt 62,3% và 38,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 và 2027 xuống còn 1,4 nghìn tỷ đồng (giảm 34% svck) và 2,3 nghìn tỷ đồng (giảm 63,1% svck). Đồng thời, chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 ở mức 5.119 tỷ đồng (tăng trưởng 126,1% svck).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 3 tháng qua, KBC đang giao dịch ở mức chiết khấu 47,6% so với RNAV, lớn hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 41,5%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,7 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 21,3 lần.

Sự kiện: Phân tích chi tiết KQKD Q1/2026

HSC tiến hành xem xét lại các dự báo lợi nhuận và triển vọng của KBC sau khi công ty công bố (1) KQKD Q1/2026 thấp hơn kỳ vọng do diện tích đất được bàn giao thấp hơn kỳ vọng và chi phí lãi vay tăng cao, và (2) bối cảnh KQKD được BLĐ diễn giải chi tiết hơn tại ĐHCĐ. Xin lưu ý rằng, doanh thu và LNST trong Q1/2026 của công ty chỉ hoàn thành lần lượt 10,5% và 6,2% dự báo cho cả năm 2026 của chúng tôi; đồng thời chỉ đạt 13,4% và 7,8% mục tiêu kinh doanh cho cả năm do BLĐ đề ra.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027, đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

HSC giảm lần lượt 62,3% và 38,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 xuống còn 1.388 tỷ đồng (giảm 34% svck) và 2.265 tỷ đồng (tăng trưởng 63,1% svck). Kết quả được thúc đẩy bởi thu nhập từ các dự án KCN Quê Võ Mở rộng 2, Nam Sơn Hạp Lĩnh và Tràng Duệ 3. Trong khi đó, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, với lợi nhuận thuần đạt 5.119 tỷ đồng (tăng trưởng 126,1%), chủ yếu đến từ các dự án KCN Tràng Duệ, Hưng Yên, các dự án được khởi thông tại miền Nam (KCN Lộc Giang, Sông Hậu 2 và Bình Giang), cùng các dự án mới được bổ sung (KCN Tràng Cát và Trump International Hưng Yên). Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận vẫn tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 34,5% trong giai đoạn 2025-2028.

Dự báo lợi nhuận cho năm 2026 vẫn thấp hơn nhiều so với KHKD của công ty, chủ yếu do chúng tôi đưa ra các giả định thận trọng hơn về tiến độ mở bán dự án KCN Tràng Cát (kỳ vọng bắt đầu hoạt động từ năm 2027 thay vì cuối năm 2026), cùng với chi phí lãi vay dự kiến tăng cao trong bối cảnh dư nợ tăng và chi phí huy động vốn neo ở mức cao.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm lần lượt 10% trong 1 tháng và 14% trong 3 tháng qua trước những lo ngại về cuộc chiến tại Trung Đông, chi phí xây dựng tăng cao và chính sách thắt chặt tín dụng, KBC hiện đang giao dịch ở mức chiết khấu 47,6% so với RNAV, lớn hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 41,5%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,7 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 21,3 lần. HSC giảm 21,3% giá mục tiêu xuống còn 35.000đ sau khi điều chỉnh giảm 8,2% RNAV/cp (chủ yếu để phản ánh tiến độ thương mại hóa dự án KCN Tràng Cát bị trì hoãn và nợ vay thuần tăng cao, dù đã được bù đắp một phần nhờ việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến giữa năm 2027), cùng với việc tăng 10 điểm phần trăm mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV thêm lên mức 40% để tiệm cận hơn với mức chiết khấu bình quân 3 năm của KBC và phản ánh góc nhìn thận trọng hơn về triển vọng toàn ngành.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	875	2,426	2,850 ▼	4,629 ▼	8,438
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	382	2,104	1,388 ▼	2,264 ▼	5,119
EPS ĐC (đồng)	477	2,031	1,270 ▼	2,202 ▼	5,230
DPS (đồng)	0.01	0.40	-	-	-
BVPS (đồng)	24,176	26,356	27,831 ▼	30,236 ▼	35,638
EV/EBITDA ĐC (lần)	30.8	20.2	19.2	12.4	5.93
P/E ĐC (lần)	64.0	15.0	24.0	13.9	5.83
Lợi suất cổ tức (%)	0.00	0.00	-	-	-
P/B (lần)	1.26	1.16	1.10	1.01	0.86
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(82.0)	326	(37.5)	73.3	138
ROAE (%)	2.08	9.70	5.44	8.29	16.5

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Giảm mạnh dự báo lợi nhuận năm 2026-2027; vẫn xứng đáng đầu tư

HSC hạ khuyến nghị đối với KBC xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 21,3% giá mục tiêu xuống còn 35.000đ do giảm 8,2% ước tính RNAV (sau khi lùi thời điểm khai thác dự án Trảng Cát và nợ vay thuần tăng cao trong bối cảnh đà phục hồi nhu cầu của toàn ngành còn yếu) đồng thời tăng mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV. Chúng tôi điều chỉnh giảm mạnh lần lượt 62,3% và 38,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027, cùng với việc đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Các dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm tới vẫn duy trì ở mức tích cực là 34,5%. Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 3 tháng qua, KBC đang giao dịch ở mức chiết khấu 47,6% so với RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 41,5%. Cổ phiếu đang có P/E trượt dự phóng 1 năm 16,7 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 21,3 lần.

Diện tích đất chưa ghi nhận doanh thu dồi dào, nhưng thách thức ngắn hạn gia tăng

BĐS KCN: Rủi ro bất ổn gia tăng có thể làm chậm tiến độ bàn giao đất KCN

Trong Q1/2026, KBC ghi nhận diện tích đất KCN cho thuê khá khiêm tốn khi chỉ đạt 5 ha tại KCN Quế Võ Mở rộng và 9,8 ha tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, vẫn thấp hơn nhiều so với mục tiêu của BLĐ đề ra là 200 ha. Tại ĐHCĐ, chủ tịch HĐQT cho biết hoạt động của các nhà đầu tư chậm lại do những bất định toàn cầu và tình hình xung đột tại Trung Đông. Điều này dẫn đến tiến độ bàn giao đất KCN của công ty bị trì hoãn, dịch chuyển từ Q1/2026 sang các quý tiếp theo của năm. Trong khi đó, tại cuộc họp cập nhật KQKD do HSC tổ chức trong thời gian gần đây, BLĐ công ty cho biết KQKD kém tích cực chủ yếu do đặc thù ghi nhận không đều của các hợp đồng cho thuê đất KCN quy mô lớn cũng như thời điểm bàn giao đất thực tế. Đồng thời, BLĐ cũng kỳ vọng hoạt động bàn giao sẽ diễn ra tích cực hơn trong Q2/2026 và Q3/2026. Tính đến cuối Q1/2026, diện tích đất chưa bàn giao của KBC (tổng cộng 164 ha đã ký các biên bản ghi nhớ) dự kiến sẽ được ghi nhận doanh thu trong vòng 3-4 quý tới, chủ yếu đến từ các dự án KCN Quế Võ mở rộng, Nam Sơn Hạp Lĩnh và Trảng Duệ.

Cho năm 2026, trước những bất ổn toàn cầu đã thảo luận ở phần trên, HSC tiếp tục giữ quan điểm thận trọng đối với hoạt động của nhà đầu tư, do đó dự báo diện tích đất KCN bàn giao sẽ đạt 166 ha, thấp hơn KHKD 200 ha của công ty. Đồng thời, chúng tôi cũng đã phản ánh chi phí xây dựng tăng cao vào mô hình dự báo. Áp lực từ giá nhiên liệu leo thang sau cuộc xung đột diễn ra, kết hợp với tiến độ khởi công hàng loạt dự án hạ tầng và nhà ở quy mô lớn đã gây ra tình trạng khan hiếm nguồn lực cục bộ. Hệ quả là chi phí xây dựng tăng mạnh, với mức tăng bình quân khoảng 20-30%, theo ước tính của chúng tôi. Yếu tố này dự kiến sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ suất lợi nhuận gộp của diện tích đất dự kiến bàn giao của KBC trong quý tới. Điều này cùng với áp lực lãi suất gia tăng (dự kiến khiến chi phí lãi vay của công ty cao hơn trong năm nay) là những nguyên nhân chính dẫn đến chúng tôi mở rộng mức chiết khấu so với RNAV.

Về tiến độ triển khai các dự án KCN phía Nam, công ty đang ưu tiên công tác đền bù đất và đặt mục tiêu hoàn thành 100% việc giải phóng mặt bằng trước khi tiến hành xây dựng, trái ngược với các dự án KCN phía Bắc vốn thường được triển khai theo từng giai đoạn. Tại **KCN Lộc Giang** (466 ha, Tây Ninh – trước đây là Long An), chính quyền tỉnh tiếp tục hỗ trợ tạo điều kiện thuận lợi cho các thủ tục đền bù và đảm bảo mức giá đền bù hợp lý cho người dân. KBC cho biết đã hoàn thành đền bù cho hơn một nửa diện tích dự án và có kế hoạch tài trợ cho các khoản thanh toán còn lại thông qua vốn vay ngân hàng trước khi mở bán vào cuối năm nay. Dự án **KCN Sông Hậu 2** (380 ha, Cần Thơ) đã nhận được giấy chứng nhận đầu tư và hiện đang trong quá trình thực hiện các thủ tục đền bù với chính quyền địa phương, trong khi dự án **KCN Đồng Tháp** vẫn đang trong giai đoạn nộp hồ sơ xin cấp phép. Lộ trình và thời gian bắt đầu cho thuê của các dự án trọng điểm được chúng tôi tóm tắt trong bảng bên dưới.

Các dự án khu đô thị: Đã nộp xong tiền sử dụng đất nhưng hoạt động xây dựng dự kiến gặp nhiều khó khăn

Khu đô thị Trảng Cát: Đối với dự án Khu đô thị Trảng Cát (584 ha, Hải Phòng), KBC đã nộp xong tiền sử dụng đất trong năm 2025 và hiện đang triển khai công tác san lấp mặt bằng cùng các hạng mục hạ tầng cơ bản. Trong chuyến khảo sát thực địa vào tháng 4, HSC nhận thấy việc tiếp cận dự án vẫn còn gặp nhiều khó khăn do thiếu đường kết nối chính. Dự án hiện tại chủ yếu vẫn đang trong giai đoạn san lấp mặt bằng, trong khi hoạt động xây dựng hạ tầng quy mô lớn vẫn chưa được triển khai.

Do việc ghi nhận doanh thu từ các thương vụ bán buôn sẽ phụ thuộc vào tiến độ hoàn thành các hạng mục hạ tầng trọng điểm, chúng tôi tiếp tục giữ quan điểm thận trọng đối với KHKD của BLĐ công ty khi ghi nhận lợi nhuận ngay từ năm 2026. Chúng tôi dự báo hoạt động xây dựng sẽ được đẩy nhanh từ năm 2026, trong khi việc ghi nhận lợi nhuận dự kiến sẽ bắt đầu từ năm 2027.

Dự án Trump International: Xin nhắc lại, tổ hợp Sân golf tại Hưng Yên được phát triển bởi công ty con trong liên doanh giữa KBC (nắm giữ 95,32% cổ phần) và Tập đoàn Trump Organization. Dự án hiện đang trong giai đoạn đền bù giải phóng mặt bằng. Tính đến cuối năm 2025, công tác này đã hoàn thành được 7,1% (tương đương 70 ha trên tổng số 990 ha). Công ty có kế hoạch đẩy nhanh tiến độ đền bù đất trong năm nay với mục tiêu đạt 50% tổng diện tích, đồng thời kỳ vọng sẽ đưa dự án này vào giai đoạn xây dựng trong năm 2028.

Hình 44: Quy hoạch tổng thể Khu đô thị Trảng Cát, KBC



Nguồn: Website công ty

Bảng 45: Quy hoạch dự án Trump International, KBC



Nguồn: Website công ty

Bảng 46: Tiến độ các dự án của KBC

Các KCN Quế Võ MR 2, Nam Sơn Hạp Lĩnh và Trảng Duệ 3 dự kiến đóng góp tích cực trong năm nay

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích thương mại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Tiến độ
KCN (IP)/cụm KCN (IC)		3,860	2,742		
KCN Quang Châu mở rộng	Bắc Ninh	96	67	0%	Đang xây dựng
KCN Tân Phú Trung	TP.HCM	542	379	74%	Đang bàn giao
KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	300	250	66%	Đang bàn giao
Kim Động Ân Thi	Hưng Yên	375	263	0%	Đang bàn giao
KCN Trảng Duệ 3	Hải Phòng	687	481	0%	Dự kiến bàn giao từ đầu năm 2026
Cụm KCN Lộc Giang	Tây Ninh	466	326	0%	Dự kiến mở bán 2027-2028
KCN Quế Võ mở rộng	Bắc Ninh	140	98	5%	Dự kiến hoàn thiện trong năm 2026
Cụm KCN Phước Vĩnh Đông 2	Tây Ninh	49	34	0%	Dự kiến mở bán 2027-2028
Cụm KCN Phước Vĩnh Đông 4	Tây Ninh	50	35	0%	Dự kiến mở bán 2027-2028
Cụm KCN Tân Tập	Tây Ninh	71	50	0%	Đang xây dựng
Kim Thành 2	Hải Dương	235	165	0%	Dự kiến bàn giao từ 2027
KCN Bình Giang gđ1	Hải Phòng	150	105	0%	2027-28
KCN Lê Minh Xuân	TP.HCM	319	223	0%	2027-28
KCN Sông Hậu 2	Cần Thơ	380	266	0%	2027-28
Khu dân cư		1,731	391		
Phúc Ninh	Bắc Ninh	114.5	45	62%	Đang tính toán phí sử dụng đất
Trảng Duệ	Hải Phòng	42	22	60-70%	Gần hoàn thiện
Trảng Cát	Hải Phòng	584	196	100%	Hoàn tất pháp lý đất đai, thúc đẩy phát triển hạ tầng
Dự án Trump International	Hưng Yên	990	128	0%	Tập trung GPMB trong năm 2026

Nguồn: HSC ước tính

Áp lực từ chi phí tài chính do môi trường lãi suất cao

Tổng nợ vay của KBC tăng mạnh lên mức 30.154 tỷ đồng trong Q1/2026 (tăng 71,4% svck), chủ yếu dùng để nộp tiền sử dụng đất cho dự án Trảng Cát và các hoạt động xây dựng đang triển khai. Do đó, chi phí tài chính Q1/2026 tăng vọt lên 263 tỷ đồng (từ mức 113 tỷ đồng trong Q1/2025), phản ánh tốc độ tăng trưởng mạnh của dư nợ vay và đà tăng của lãi suất trong nước từ tháng 11/2025. Trong khi đó, tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH đã tăng lên mức 85,9% so với mức 51,1% cùng kỳ năm trước. Chúng tôi dự báo đòn bẩy tài chính của công ty sẽ neo ở mức cao trong suốt năm 2026 do nhu cầu đầu tư lớn cho danh mục các dự án sắp tới.

Tại cuộc họp thông báo KQKD theo quý gần đây, BLĐ cũng cho biết công ty có kế hoạch tiếp tục tăng nợ vay và có thể phát hành trái phiếu (thông tin chi tiết chưa được công bố) nhằm đẩy mạnh tổng vốn đầu tư năm 2026 lên khoảng 10.000 - 15.000 tỷ đồng, chủ yếu tập trung cho dự án Trảng Cát, các khu công nghiệp phía Nam và dự án Trump International Hưng Yên. Điều này có thể tiếp tục gây áp lực lên chi phí lãi vay trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cao như hiện nay.

Dự báo: Giảm 39-62% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027

HSC giảm mạnh lần lượt 62,3% và 38,5% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027 xuống 1.388 tỷ đồng (giảm 34% svck) và 2.264 tỷ đồng (tăng trưởng 63,1%). Lợi nhuận năm 2026 dự kiến được thúc đẩy bởi các dự án KCN Quế Võ Mở rộng 2, Nam Sơn Hạp Lĩnh và Trảng Duệ 3. Lưu ý rằng dự báo doanh thu và lợi nhuận cho năm 2026 của chúng tôi vẫn thấp hơn KHKD của công ty (10 nghìn tỷ đồng doanh thu và 3 nghìn tỷ đồng LNST), chủ yếu do đưa ra các giả định thận trọng hơn về tiến độ thương mại hóa dự án KCN Trảng Cát (kỳ vọng bắt đầu hoạt động từ năm 2027 thay vì cuối năm 2026), cùng với chi phí lãi vay dự kiến tăng cao trong bối cảnh dư nợ tăng và chi phí huy động vốn neo ở mức cao.

Chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, với lợi nhuận thuần đạt 5.119 tỷ đồng (tăng trưởng 126,1%), chủ yếu đến từ các dự án KCN Trảng Duệ, Hưng Yên, các dự án được khơi thông tại miền Nam (KCN Lộc Giang, Sông Hậu 2 và Bình Giang), cùng các dự án mới được bổ sung (KCN Trảng Cát và Trump International Hưng Yên).

Động lực tăng trưởng lợi nhuận năm 2026/2027/2028 bao gồm diện tích đất KCN bàn giao lần lượt đạt 166/196/259 ha, đất đô thị đạt 3/60/120 ha tại các dự án Trảng Duyệt 3, Phúc Ninh, Trảng Cát (đẩy mạnh bàn giao từ năm 2027), Trump International Hưng Yên (dự kiến bắt đầu bàn giao từ năm 2028) và các sản phẩm nhà ở xã hội.

Chi phí tài chính tăng cao dự kiến sẽ thu hẹp đáng tỷ suất lợi nhuận của công ty trong bối cảnh chi phí vốn neo ở mức cao, đi kèm với việc KBC đã tăng mạnh tổng nợ vay, chạm mốc 30.154 tỷ đồng trong Q1/2026 (tăng 71,4% svck). Do đó, chúng tôi tăng lần lượt 103,9% và 181,3% dự báo chi phí tài chính năm 2026-2027 lên 1.513 tỷ đồng (tăng 114,3% svck) và 1.896 tỷ đồng (tăng 25,3% svck).

Nhìn chung, lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2025-2028 đạt 34,5%.

Bảng 47: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028, KBC

Dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng với CAGR 3 năm ở mức 34,4%

Tỷ đồng	2025F	2025A	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2028F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu		6,687			6,863	-46.3%	2.6%	12,047	-8.3%	75.5%	20,732	72.1%
Lợi nhuận gộp		3,190			3,631	-43.2%	13.8%	6,024	-8.4%	65.9%	10,445	73.4%
Chi phí BH&QL		-753			-804	-33.3%	6.8%	-1,424	15.8%	77.0%	-2,042	43.4%
Lợi nhuận HĐ		2,437			2,827	-45.5%	16.0%	4,600	-14.0%	62.7%	8,404	82.7%
Thu nhập tài chính		679			350	-18.4%	-48.4%	519	87.9%	48.1%	406	-21.7%
Chi phí tài chính		-706			-1,513	103.9%	114.3%	-1,896	181.3%	25.3%	-1,806	-4.7%
LNTT		2,929			1,856	-62.6%	-36.7%	3,415	-32.5%	84.0%	7,195	110.7%
Lợi nhuận thuần		2,104			1,388	-62.3%	-34.0%	2,264	-38.5%	63.1%	5,119	126.1%

Nguồn: HSC ước tính

Giảm 21,3% giá mục tiêu; hạ k/n xuống Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá là 14,8%

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 21,3% giá mục tiêu của theo phương pháp SoTP đối với KBC xuống còn 35.000đ sau khi điều chỉnh giảm 8,2% RNAV đồng thời tăng mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV. Với tiềm năng tăng giá 15% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

Chúng tôi giảm RNAV do lùi thời điểm ghi nhận doanh thu của dự án Trảng Cát, điều chỉnh các giả định về nợ vay, và lùi cơ sở định giá thêm 6 tháng đến giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026 trước đó). Đồng thời, chúng tôi cũng áp dụng mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV lớn hơn là 40% (so với mức 30% trước đây) nhằm phù hợp hơn với mức chiết khấu bình quân 3 năm của KBC và thể hiện quan điểm thận trọng hơn đối với toàn ngành.

Thông tin chi tiết về phương pháp định giá của chúng tôi:

- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá tất cả KCN và dự án BĐS nhà ở. Chúng tôi chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) để định giá hầu hết các dự án này.
- Giả định WACC theo phương pháp định giá DCF là 12,7%. Chúng tôi tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% và hệ số beta không đổi 1,2 lần, phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh là 10,25% (không đổi), sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75%. Chúng tôi áp dụng hệ số Ke ở mức 8,8% (sau thuế) nhưng giữ nguyên giả định tỷ lệ nợ/vốn CSH ở mức 99%.

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 48. Trong khi đó, chúng tôi phân tích độ nhạy định giá đối với các lựa chọn lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh và mức chiết khấu giả định so với RNAV trong Bảng 49-50.

Bảng 48: Định giá theo phương pháp SOTP, KBC

Giá mục tiêu mới là 35.000đ (tiềm năng tăng giá 14.8%)

Tỷ đồng	Phương pháp	Lợi ích của KBC	NAV giữa năm 2027
BDS KCN	DCF	38% to 100%	28,530
Khu đô thị	DCF	87% to 100%	41,092
Tài sản thuần khác, điều chỉnh			9,411
RNAV, gộp			79,033
(+) (Nợ)/tiền thuần			(24,167)
Giá trị vốn CSH điều chỉnh			54,866
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			941.8
Giá trị của cổ phiếu (đồng)			58,259
Chiết khấu giả định			40%
Giá mục tiêu (đồng/cp)			35,000

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 49: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính, KBC

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH là 10,3%

Đồng	Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
	3.0%	38,100	37,200	36,400	35,500	34,700
	3.5%	37,300	36,500	35,700	34,900	34,100
	4.0%	36,600	35,800	35,000	34,200	33,400
	4.5%	35,900	35,100	34,300	33,600	32,800
	5.0%	35,300	34,500	33,700	32,900	32,200

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 50: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định chiết khấu RNAV, KBC

HSC sử dụng mức chiết khấu 40% đối với RNAVPS (tăng lên từ mức 30% trong dự báo cũ)

Giả định chiết khấu	20%	30%	40%	50%	60%
Giá mục tiêu	46,700	40,800	35,000	29,200	23,400
Tiềm năng tăng giá từ thị giá	53.1%	33.8%	14.8%	-4.3%	-23.3%

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

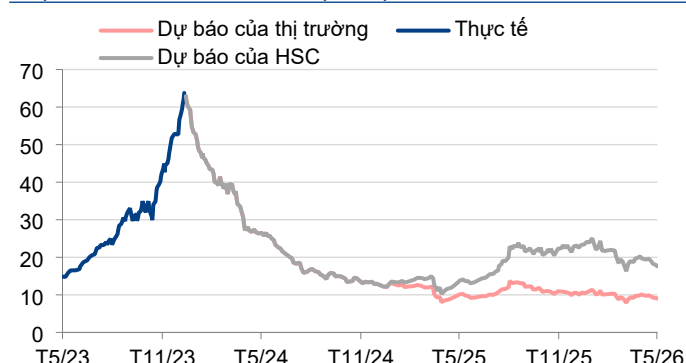
Sau khi giá cổ phiếu giảm lần lượt 10% trong 1 tháng và 14% trong 3 tháng qua trước những lo ngại về cuộc chiến tại Trung Đông, chi phí xây dựng tăng cao và chính sách thắt chặt tín dụng, KBC hiện đang giao dịch ở mức chiết khấu 47,6% so với RNAV, lớn hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 41,5%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,7 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 21,3 lần.

Bảng 51: Chiết khấu của thị giá so với RNAV quá khứ, KBC

KBC đang giao dịch với mức chiết khấu 45% so với RNAV, so với bình quân 3 năm ở mức 41%


Nguồn: HSC ước tính
Bảng 52: P/E trượt dự phóng 1 năm, KBC

KBC hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,7 lần, thấp hơn 0,5 đlc so với bình quân quá khứ ở mức 21,3 lần


Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	2,776	6,687	6,863	12,047	20,732
Lợi nhuận gộp	1,283	3,190	3,631	6,024	10,445
Chi phí BH&QL	(558)	(753)	(804)	(1,424)	(2,042)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	726	2,437	2,827	4,600	8,404
Lãi vay thuần	17.6	(17.1)	(124)	(145)	(148)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	15.9	192	192	192	192
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	(36.6)	318	(1,039)	(1,232)	(1,253)
LNTT	723	2,929	1,856	3,415	7,195
Chi phí thuế TNDN	(299)	(721)	(443)	(815)	(1,718)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(41.1)	(105)	(25.1)	(336)	(359)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	382	2,104	1,388	2,264	5,119
Lợi nhuận thuần ĐC	366	1,912	1,196	2,072	4,927
EBITDA ĐC	875	2,426	2,850	4,629	8,438
EPS (đồng)	498	2,236	1,475	2,406	5,434
EPS ĐC (đồng)	477	2,031	1,270	2,202	5,230
DPS (đồng)	0.01	0.40	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	768	941	941	941	942
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	768	941	941	941	942
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	768	941	941	941	942

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	6,566	8,369	5,993	3,174	9,808
Đầu tư ngắn hạn	1,858	1,878	1,878	1,878	1,878
Phải thu khách hàng	13,309	17,215	14,655	17,985	23,367
Hàng tồn kho	13,850	27,073	37,877	44,385	48,671
Các tài sản ngắn hạn khác	493	511	511	511	511
Tổng tài sản ngắn hạn	36,075	55,046	60,914	67,932	84,235
TSCĐ hữu hình	408	515	477	436	391
TSCĐ vô hình	0.18	0.14	0.14	0.14	0.14
Bất động sản đầu tư	1,292	1,107	994	879	763
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	4,394	7,325	7,517	7,709	7,901
Tài sản dài hạn khác	2,560	5,589	5,589	5,589	5,589
Tổng tài sản dài hạn	8,655	14,536	14,577	14,613	14,644
Tổng cộng tài sản	44,730	69,581	75,491	82,545	98,879
Nợ ngắn hạn	371	2,287	1,277	2,041	1,177
Phả trả người bán	529	595	550	1,025	1,751
Nợ ngắn hạn khác	5,224	6,808	6,808	6,808	6,808
Tổng nợ ngắn hạn	7,093	11,948	10,898	16,502	27,642
Nợ dài hạn	9,741	26,351	30,761	29,897	29,897
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1,135	1,738	1,738	1,738	1,738
Nợ dài hạn khác	6,117	2,818	3,955	3,671	3,386
Tổng nợ dài hạn	16,992	30,908	36,454	35,306	35,022
Tổng nợ phải trả	24,085	42,855	47,352	51,808	62,664
Vốn chủ sở hữu	18,558	24,801	26,189	28,452	33,571
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,087	1,925	1,950	2,285	2,644
Tổng vốn chủ sở hữu	20,645	26,726	28,138	30,738	36,215
Tổng nợ phải trả và VCSH	44,730	69,581	75,491	82,545	98,879
BVPS (đ)	24,176	26,356	27,831	30,236	35,638
Nợ thuần/(tiền mặt)	3,547	20,270	26,045	28,764	21,266

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	726	2,437	2,827	4,600	8,404
Khấu hao	(165)	(182)	(216)	(221)	(226)
Lãi vay thuần	17.6	(17.1)	(124)	(145)	(148)
Thuế TNDN đã nộp	(299)	(721)	(443)	(815)	(1,718)
Thay đổi vốn lưu động	3,321	(18,904)	(7,147)	(5,283)	2,052
Khác	(2,778)	(320)	(1,039)	(1,232)	(1,253)
LCT thuần từ HKKD	1,152	(17,344)	(5,710)	(2,654)	7,564
Đầu tư TS dài hạn	(530)	(130)	(65.0)	(65.0)	(65.0)
Góp vốn & đầu tư	(7,664)	(1,786)	0	0	0
Thanh lý	7,193	3,548	0	0	0
Khác	(873)	(5,207)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,874)	(3,575)	(65.0)	(65.0)	(65.0)
Cổ tức trả cho CSH	(0.01)	(0.38)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	1.00	4,216	0	0	0
Tăng/giảm nợ	6,446	18,506	3,400	(100)	(864)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	6,447	22,721	3,400	(100)	(864)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	841	6,566	8,369	5,993	3,174
LCT thuần trong kỳ	5,725	1,802	(2,375)	(2,820)	6,634
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	6,566	8,369	5,993	3,174	9,808
Dòng tiền tự do	621	(17,474)	(5,775)	(2,719)	7,499

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	46.2	47.7	52.9	50.0	50.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	31.5	36.3	41.5	38.4	40.7
Tỷ suất LNT (%)	13.8	31.5	20.2	18.8	24.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	41.5	24.6	23.9	23.9	23.9
Tăng trưởng doanh thu (%)	(50.6)	141	2.63	75.5	72.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(71.1)	177	17.5	62.4	82.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(82.0)	422	(37.5)	73.3	138
Tăng trưởng EPS (%)	(81.2)	349	(34.0)	63.1	126
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(82.0)	326	(37.5)	73.3	138
Tăng trưởng DPS (%)	(100.0)	2,681	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0.00	0.02	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	2.08	9.70	5.44	8.29	16.5
ROACE (%)	2.25	5.12	4.63	7.04	12.2
Vòng quay tài sản (lần)	0.07	0.12	0.09	0.15	0.23
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	1.59	(7.12)	(2.02)	(0.58)	0.90
Số ngày tồn kho	3,387	2,825	4,278	2,690	1,727
Số ngày phải thu	3,255	1,797	1,655	1,090	829
Số ngày phải trả	130	62.1	62.1	62.1	62.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	23.2	88.1	105	122	115
Nợ/tài sản (%)	24.3	43.4	44.5	45.9	48.8
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	143	22.8	31.6	56.9
Nợ/EBITDA (lần)	12.2	11.5	11.1	7.86	5.60
Chỉ số TT hiện thời (lần)	5.09	4.61	5.59	4.12	3.05
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	9.71	7.32	7.98	4.77	2.41
EV/EBITDA ĐC (lần)	30.8	20.2	19.2	12.4	5.93
P/E (lần)	61.3	13.6	20.7	12.7	5.61
P/E ĐC (lần)	64.0	15.0	24.0	13.9	5.83
P/B (lần)	1.26	1.16	1.10	1.01	0.86
Lợi suất cổ tức (%)	0.00	0.00	-	-	-

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

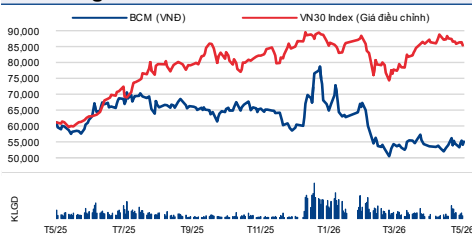
Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ60,500 (từ VNĐ72,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 9.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2026)	55,100
Mã Bloomberg	BCM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	50,500-78,640
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	54,500
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	57,029
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,166
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,035
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	352
Slg CP NN được mua (tr.đv)	20.3
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	34.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	1.96%
Tỷ lệ freefloat	3.84%
Cổ đông lớn	ND tỉnh Bình Dương (95.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	3.57	(18.1)	(9.88)
So với chỉ số	4.76	(15.6)	(35.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,621	1,829	(11.4)
2027F	2,201	2,240	(1.7)
2028F	3,497	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

BCM là nhà phát triển khu công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam, với hơn 6.000 ha đất cho thuê. Bên cạnh cho thuê đất, BCM đã phát triển một hệ sinh thái toàn diện để hỗ trợ mảng kinh doanh khu công nghiệp cốt lõi

Chuyên viên phân tích**Bùi Thị Thùy Trang**

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trang.btt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Áp lực nợ vay che mờ triển vọng, giảm giá mục tiêu

- HSC giảm 16,7% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống còn 60.500đ (tiềm năng tăng giá 9,8%) sau khi giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và thay đổi các giả định định giá. Với tiềm năng tăng giá 10% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.
- Chúng tôi giảm lần lượt 27,1% và 14,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 dựa trên giả định doanh thu bán đất ở tại Thành phố mới Bình Dương và diện tích đất KCN được bàn giao giảm.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 18% trong 3 tháng qua, BCM đang giao dịch ở mức chiết khấu 36,2% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 3/2025 ở mức 27,5%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 29,5 lần, sát với bình quân 3 năm ở mức 29,6 lần.

Công bố KQKD Q1/2026, thông báo tổ chức ĐHCĐ

KQKD Q1/2026 của BCM thấp hơn dự báo của HSC do diện tích đất được bàn giao và đóng góp từ công ty liên doanh (VSIP) hạ nhiệt. Công ty cũng đã thông báo thời gian tổ chức ĐHCĐ năm 2026 vào ngày 25/6 tại Bình Dương. Hiện tại, tài liệu họp ĐHCĐ vẫn chưa được công bố.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027, đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

Chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 27,1% và 14,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 xuống còn 1,7 nghìn tỷ đồng (giảm 52,1% svck) và 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 35,8%), dựa trên giả định doanh thu bán đất ở tại Thành phố mới Bình Dương và diện tích đất KCN được bàn giao giảm. Bao gồm dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028, lợi nhuận thuần của công ty – HSC là đơn vị duy nhất khuyến nghị công ty này – dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 1,1% trong giai đoạn 2026-2028.

KCN Cây Trường mới được đưa vào hoạt động (từ năm 2026) và KCN Bàu Bàng mở rộng (hoạt động từ Q4/2025) sẽ là những động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận mảng KCN của BCM trong giai đoạn 2026-2028, với diện tích đất tự cho thuê dự kiến đạt lần lượt 39 ha, 35 ha và 35 ha. Liên doanh VSIP tiếp tục đóng vai trò trụ cột lợi nhuận quan trọng khác. Chúng tôi kỳ vọng diện tích đất cho thuê lần lượt đạt 310 ha, 330 ha và 358 ha trong giai đoạn 2026-2028.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 18% trong vòng 3 tháng qua, BCM đang giao dịch ở mức chiết khấu 36,2% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 3/2025 ở mức 27,5%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 29,5 lần, sát với bình quân 3 năm ở mức 29,6 lần. Chúng tôi giảm 16,7% giá mục tiêu đối với BCM xuống còn 60.500đ (tiềm năng tăng giá là 9,8%), dựa trên việc điều chỉnh giảm 6,5% ước tính RNAV (chủ yếu do tăng giả định WACC lên mức 11,9% từ 11,4% trước đây) và tăng 10 điểm phần trăm mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV lên 30%.

Với tiềm năng tăng giá 10% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. Sau khi phát hành cổ phiếu không thành công trong năm 2025, chúng tôi cho rằng BCM vẫn đối mặt với áp lực dòng tiền lớn. Tình trạng căng thẳng thanh khoản này đang chịu tác động tiêu cực từ môi trường lãi suất cao, trong bối cảnh tổng dư nợ vay của công ty đã chạm mốc 26 nghìn tỷ đồng. Mặc dù vậy, chúng tôi đánh giá hầu hết các thông tin tiêu cực này đã được phản ánh vào giá cổ phiếu.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,901	2,602	2,016 ▼	2,493 ▼	3,165
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,106	3,501	1,677 ▼	2,278 ▼	3,619
EPS ĐC (đồng)	2,034	3,383	1,621 ▼	2,201 ▼	3,497
DPS (đồng)	994	10.7	-	-	-
BVPS (đồng)	19,787	22,581	24,544	27,399	31,528
EV/EBITDA ĐC (lần)	41.1	30.1	40.1	32.9	25.2
P/E ĐC (lần)	27.1	16.3	34.0	25.0	15.8
Lợi suất cổ tức (%)	1.80	0.02	-	-	-
P/B (lần)	2.78	2.44	2.24	2.01	1.75
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(13.2)	66.3	(52.1)	35.8	58.9
ROAE (%)	10.5	16.0	6.88	8.48	11.9

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Đòn bẩy tài chính cao đối mặt với rủi ro môi trường lãi suất leo thang

HSC giảm 16,7% giá mục tiêu xuống 60.500đ (tiềm năng tăng giá là 10%) sau khi giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và thay đổi các giả định định giá. Chúng tôi giảm lần lượt 27,1% và 14,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 dựa trên giả định doanh thu bán đất ở tại Thành phố mới Bình Dương và diện tích đất KCN được bàn giao giảm. Việc phát hành cổ phiếu không thành công trong năm 2025 đã khiến BCM phải phụ thuộc lớn vào nguồn vốn vay. Với tổng dư nợ hiện tại đã lên tới 26 nghìn tỷ đồng, áp lực dòng tiền của công ty ngày càng bị khuếch đại trong môi trường lãi suất cao như hiện nay. Sau khi giá cổ phiếu giảm 18% trong 3 tháng qua, BCM đang giao dịch với mức chiết khấu 36,2% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 3/2025 ở mức 27,5%.

KQKD Q1/2026 thấp hơn kỳ vọng do diện tích đất bàn giao thấp

BCM ghi nhận lợi nhuận thuần Q1/2026 ở mức 280 tỷ đồng (giảm 21,9% svck và 77,4% so với quý trước), trên doanh thu 683 tỷ đồng (giảm 3,1% svck và 34,4% so với quý trước). KQKD thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi, khi doanh thu và lợi nhuận thuần Q1 chỉ hoàn thành 13,1% và 12,1% dự báo trước đây cho cả năm 2026. Kết quả kém khả quan chủ yếu do đóng góp từ mảng cho thuê đất KCN và mảng kinh doanh BĐS nhà ở thấp hơn kỳ vọng.

Doanh thu từ các KCN và mảng kinh doanh BĐS đạt 754 tỷ đồng (giảm 47,1% svck và giảm 23,4% so với quý trước). BCM không cung cấp số liệu chi tiết cho hai mảng kinh doanh này, làm hạn chế khả năng phân tích các động lực tăng trưởng cốt lõi. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này đạt 67,1%, cao hơn nhiều so với mức 39,2% trong Q1/2025 (nhưng thấp hơn mức 87,1% trong Q4/2025)

Lợi nhuận từ các công ty liên kết thấp hơn dự báo của HSC khi chỉ đạt 220 tỷ đồng, giảm 18,9% svck và giảm 82,9% so với quý trước. Chúng tôi cho rằng kết quả kém khả quan này chủ yếu đến từ VSIP – nhà phát triển BĐS KCN do BCM sở hữu 49% vốn điều lệ.

BCM ghi nhận dư nợ thuần 23,4 nghìn tỷ đồng vào cuối Q1/2026, cao hơn mức 20,7 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q1/2025. Tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH ở mức 1,04 lần (đi ngang so với cùng kỳ).

Nhìn chung, số dư nợ vay lớn tiếp tục gây áp lực lên dòng tiền trong bối cảnh môi trường lãi suất cao, và đây vẫn là rủi ro chính đối với mã cổ phiếu này (chi phí tài chính Q1/2026 đã tăng 11,8% so với cùng kỳ).

Bảng 53: KQKD Q1/2026, BCM

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ	% Dự báo cũ 2026 - HSC
Doanh thu thuần	1,842	1,105	-40.0%	13.1%
Lợi nhuận gộp	704	683	-3.1%	
Thu nhập tài chính	102	63	-38.2%	
Chi phí tài chính	(308)	(344)	11.8%	
Lợi nhuận từ công ty liên kết	271	220	-18.9%	14.2%
Chi phí bán hàng	(257)	(205)	-20.3%	
Chi phí quản lý	(137)	(118)	-13.9%	
LNTT	372	289	-22.3%	
LNST	365	288	-21.0%	
Lợi nhuận thuần	358	280	-21.9%	12.1%

Nguồn: BCM, HSC

Giảm dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027

HSC giảm lần lượt 27,1% và 14,2% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027 xuống 1,7 nghìn tỷ đồng (giảm 52,1% svck) và 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 35,8%). Chúng tôi cũng điều chỉnh giảm lần lượt 19,3% và 21,7% dự báo doanh thu thuần năm 2026-2027 xuống còn 6,8 nghìn tỷ đồng (giảm 2,4% svck) và 6,9 nghìn tỷ đồng

(tăng trưởng 2%), nhằm phản ánh giả định doanh thu bán đất ở tại dự án Thành phố mới Bình Dương và diện tích đất KCN được bàn giao giảm.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 38,7% dự báo doanh thu cho thuê đất KCN dựa trên quan điểm thận trọng về triển vọng ngành như đã nêu trong phần Báo cáo nhanh về ngành. Báo mới của chúng tôi kỳ vọng BCM sẽ cho thuê lần lượt (39 ha/35 ha/35 ha) tại KCN Cây Trường (đi vào hoạt động từ năm 2026) và KCN Bàu Bàng Mở rộng (đã bắt đầu cho thuê từ Q4/2025).

Trong khi đó, với vị thế là công ty đầu ngành BĐS KCN trên cả nước cùng quỹ đất sẵn sàng cho thuê tại VSIP 3, chúng tôi kỳ vọng VSIP sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính cho BCM. Chúng tôi dự báo diện tích đất cho thuê của liên doanh này lần lượt đạt 310 ha/330 ha/358 ha trong giai đoạn 2026-2028 (cao hơn so với dự báo trước đó là 280 ha/250 ha/318 ha), dựa trên KQKD năm 2025 của VSIP vượt xa kỳ vọng.

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần đạt 3,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 58,9%) trên tổng doanh thu 8,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 21,7%). Động lực tăng trưởng chính kỳ vọng đến từ việc ghi nhận doanh thu trọn năm đối với diện tích đất bàn giao tại KCN Bàu Bàng Mở rộng và KCN Cây Trường, hoạt động thương mại hóa phân khúc đất nền tại Thành phố mới Bình Dương, cùng sự đóng góp lợi nhuận tích cực hơn từ liên doanh VSIP.

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2025-2028 ở mức 1,5%.

Bảng 54: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, BCM

Tỷ đồng	2025F	2025A	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2028F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	7,979	6,975	-12.6%	-12.6%	6,810	-19.3%	-2.4%	6,943	-21.7%	2.0%	8,452	21.7%
<i>Cho thuê BĐS KCN</i>	1,344	3,327*	147.6%	147.6%	1,300	-38.7%	-60.9%	1,271	-50.7%	-2.2%	1,403	10.3%
<i>Doanh thu BĐS</i>	4,979	-	-100.0%	-	3,480	-24.6%	N/m	3,549	-21.1%	2.0%	4,827	36.0%
<i>Dịch vụ</i>	796	1,310	64.6%	64.6%	1,376	71.0%	5.0%	1,444	71.8%	5.0%	1,516	5.0%
<i>Khác</i>	860	2,338	171.8%	171.8%	654	-27.2%	-72.0%	678	-29.1%	3.7%	705	4.0%
Lợi nhuận gộp	4,117	4,176	1.4%	1.4%	3,352	-24.6%	-19.7%	4,022	-16.9%	20.0%	5,170	28.6%
<i>Lợi nhuận từ công ty liên kết</i>	1,484	2,633	77.5%	77.5%	1,849	19.2%	-29.8%	2,248	10.3%	21.6%	2,912	29.5%
<i>LNST</i>	2,498	3,525	41.1%	41.1%	2,032	-23.5%	-42.4%	2,954	-11.4%	45.4%	4,274	44.7%
Lợi nhuận thuần	2,176	3,501	60.9%	60.9%	1,677	-27.1%	-52.1%	2,278	-14.2%	35.8%	3,619	58.9%

Ghi chú: (*) Chúng tôi sử dụng số liệu tổng do BCM không công bố số liệu chi tiết doanh thu KCN và BĐS
 Nguồn: HSC ước tính

Bảng 55: Định giá, BCM

Tỷ đồng	Phương pháp	% tỷ lệ sở hữu của BCM	Định giá (giữa năm-2026)
BĐS KCN			45,786
BCM	DCF	100%	19,647
VSIP	DCF	42-67%	21,408
Becamex Bình Phước	DCF	56%	4,731
BĐS khu dân cư			33,476
Bình Dương New City	DCF	100%	27,248
Bàu Bàng, Thới Hòa	DCF	100%	6,228
Mảng khác			23,987
TDC	DCF	61%	444
IJC	DCF	50%	2,553
BW Industrial	DCF	24%	18,626
BWE	DCF	19%	2,364
BĐS đầu tư	BV		707
Đầu tư khác	BV		8,474
Tổng giá trị tài sản			112,429
Nợ/(tiền) thuần			(24,662)
RNAV			87,767
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			1,035
RNAV/cp (đồng)			84,800
Chiều khấu giả định			30%
Giá mục tiêu (đồng)			60,500

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với BCM nhưng giảm 16,7% giá mục tiêu xuống 60.500đ (tiềm năng tăng giá 9,8%) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và thay đổi các giả định định giá. Chúng tôi nhận thấy tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao khiến BCM đặc biệt dễ bị tổn thương trong môi trường lãi suất cao như hiện nay, đồng thời tạo ra áp lực không ngừng lên chi phí tài chính, lợi nhuận và dòng tiền của công ty.

Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp định giá SoTP, trong đó tăng giả định WACC lên 11,9% (từ mức 11,4% trước đây) trong mô hình định giá DCF để xác định giá trị các dự án khu công nghiệp và khu đô thị. Để có giả định WACC, HSC tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% nhưng giảm phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh xuống 10,25%, sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75% và nâng hệ số beta lên 1,2 lần (từ mức 1,0 lần, dựa trên dữ liệu của Bloomberg).

Đáng lưu ý, chúng tôi tăng mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV lên 30% từ 20%. Mức chiết khấu rộng hơn này tiệm cận với mức chiết khấu bình quân 3 năm của BCM là 27,5%, đồng thời phản ánh rõ nét hơn rủi ro tài chính đang gia tăng cũng như quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi về tỷ lệ hấp thụ tại các đợt mở bán sắp tới của KCN Cây Trông. Tổng nợ vay của BCM đã chạm mốc 25,5 nghìn tỷ đồng (tăng 9,1% svck), đặt công ty dưới áp lực chi phí tài chính ngày càng lớn trong bối cảnh lãi suất leo thang và tín dụng bị thắt chặt.

Bảng 56: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính (đồng), BCM

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10,25%

		Phần bù rủi ro vốn CSH				
		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	72,000	68,900	62,700	63,200	60,800
	3.5%	70,500	67,500	61,500	62,200	59,700
	4.0%	69,300	66,400	60,500	61,000	58,800
	4.5%	67,900	65,000	59,400	60,100	57,700
	5.0%	66,800	64,000	58,500	58,900	56,800

Nguồn: HSC

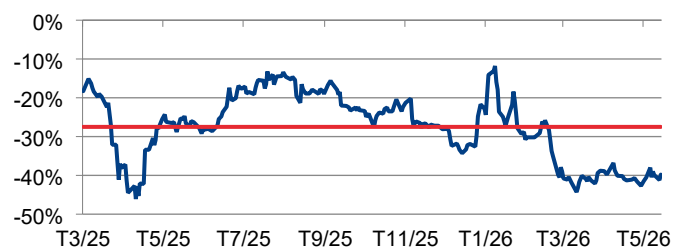
Bảng 57: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, BCM

Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	77,800	69,100	60,500	51,800	43,200
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại	41.2%	25.4%	9.8%	-6.0%	-21.6%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 58: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, BCM

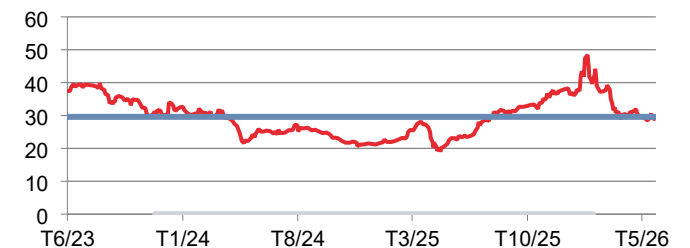
BCM hiện giao dịch với chiết khấu thị giá so với RNAV là 36,2% (mức TB là 27,5% từ báo cáo lần đầu vào T3/2025)...



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 59: P/E trượt dự phóng 1 năm, BCM

...và P/E trượt dự phóng 1 năm là 29,5 lần so với bình quân 3 năm ở mức 29,6 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 18% trong 3 tháng qua, BCM đang giao dịch ở mức chiết khấu 36,2% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 3/2025 ở mức 27,5%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 29,5 lần, sát với bình quân 3 năm ở mức 29,6 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	5,195	6,953	6,810	6,943	8,452
Lợi nhuận gộp	3,392	4,165	3,352	4,022	5,170
Chi phí BH&QL	(1,737)	(1,748)	(1,633)	(1,711)	(2,189)
Thu nhập khác	27.2	53.8	0	0	0
Chi phí khác	(43.5)	(106)	0	0	0
EBIT	1,638	2,365	1,719	2,311	2,982
Lãi vay thuần	(1,142)	(1,255)	(1,411)	(1,422)	(1,356)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	1,955	2,633	1,849	2,248	2,912
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	2,451	3,743	2,157	3,136	4,538
Chi phí thuế TNDN	(142)	(217)	(125)	(182)	(264)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(204)	(24.5)	(354)	(676)	(655)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,106	3,501	1,677	2,278	3,619
Lợi nhuận thuần ĐC	2,106	3,501	1,677	2,278	3,619
EBITDA ĐC	1,901	2,602	2,016	2,493	3,165
EPS (đồng)	2,034	3,383	1,621	2,201	3,497
EPS ĐC (đồng)	2,034	3,383	1,621	2,201	3,497
DPS (đồng)	994	10.7	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,035	1,035	1,035	1,035	1,035
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,035	1,035	1,035	1,035	1,035
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,035	1,035	1,035	1,035	1,035

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	2,210	2,350	2,391	611	2,289
Đầu tư ngắn hạn	295	339	339	339	339
Phải thu khách hàng	8,066	6,566	6,828	6,979	7,404
Hàng tồn kho	21,206	22,179	25,128	29,002	27,487
Các tài sản ngắn hạn khác	55.9	29.6	29.6	29.6	29.6
Tổng tài sản ngắn hạn	31,833	31,464	34,716	36,961	37,550
TSCĐ hữu hình	3,968	1,749	1,948	1,927	1,906
TSCĐ vô hình	129	65.4	59.1	52.4	45.3
Bất động sản đầu tư	2,674	2,566	2,857	2,922	2,987
Đầu tư dài hạn	592	592	592	592	592
Đầu tư vào Cty LD,LK	18,896	24,095	25,300	25,446	28,358
Tài sản dài hạn khác	684	410	410	410	410
Tổng tài sản dài hạn	26,943	29,478	31,166	31,350	34,299
Tổng cộng tài sản	58,777	60,941	65,882	68,310	71,848
Nợ ngắn hạn	7,903	9,672	9,744	9,815	9,793
Phải trả người bán	574	321	353	388	427
Nợ ngắn hạn khác	10,765	10,589	10,872	10,872	10,872
Tổng nợ ngắn hạn	21,453	21,657	22,072	22,215	22,054
Nợ dài hạn	15,725	14,275	16,769	16,100	15,526
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	1,120	1,637	1,637	1,637	1,637
Tổng nợ dài hạn	16,844	15,913	18,406	17,738	17,163
Tổng nợ phải trả	38,298	37,569	40,478	39,952	39,216
Vốn chủ sở hữu	20,479	23,372	25,403	28,358	32,632
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	20,479	23,372	25,403	28,358	32,632
Tổng nợ phải trả và VCSH	58,777	60,941	65,882	68,310	71,848
BVPS (đ)	19,787	22,581	24,544	27,399	31,528
Nợ thuần/(tiền mặt)	21,123	21,259	23,782	24,965	22,690

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	1,638	2,365	1,719	2,311	2,982
Khấu hao	(262)	(238)	(297)	(183)	(183)
Lãi vay thuần	(1,142)	(1,255)	(1,411)	(1,422)	(1,356)
Thuế TNDN đã nộp	(142)	(217)	(125)	(182)	(264)
Thay đổi vốn lưu động	(911)	(157)	(2,867)	(3,954)	950
Khác	(483)	(1,196)	644	2,102	0
LCT thuần từ HKKD	(777)	(223)	(1,743)	(963)	2,495
Đầu tư TS dài hạn	(261)	(156)	(781)	(220)	(220)
Góp vốn & đầu tư	(1,286)	(2,739)	0	0	0
Thanh lý	(226)	354	0	0	0
Khác	614	670	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,158)	(1,876)	(781)	(220)	(220)
Cổ tức trả cho CSH	(1,029)	(11.1)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	-	-	-	-	-
Tăng/giảm nợ	3,842	2,250	2,564	(597)	(597)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	2,814	2,239	2,564	(597)	(597)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,332	2,205	2,350	2,391	611
LCT thuần trong kỳ	878	140	40.9	(1,780)	1,678
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,210	2,345	2,391	611	2,289
Dòng tiền tự do	(1,038)	(379)	(2,524)	(1,183)	2,275

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	65.3	59.9	49.2	57.9	61.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	36.6	37.4	29.6	35.9	37.4
Tỷ suất LNT (%)	40.5	50.4	24.6	32.8	42.8
Thuế TNDN hiện hành (%)	5.78	5.81	5.81	5.81	5.81
Tăng trưởng doanh thu (%)	(34.1)	33.8	(2.06)	1.96	21.7
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(35.4)	36.9	(22.5)	23.7	26.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(13.2)	66.3	(52.1)	35.8	58.9
Tăng trưởng EPS (%)	(13.2)	66.3	(52.1)	35.8	58.9
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(13.2)	66.3	(52.1)	35.8	58.9
Tăng trưởng DPS (%)	24.3	(98.9)	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	48.9	0.32	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	10.5	16.0	6.88	8.48	11.9
ROACE (%)	4.84	6.17	4.14	5.14	6.22
Vòng quay tài sản (lần)	0.09	0.12	0.11	0.10	0.12
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(0.09)	(0.09)	(1.01)	(0.42)	0.84
Số ngày tồn kho	4,293	2,903	2,653	3,624	3,058
Số ngày phải thu	1,633	859	721	872	824
Số ngày phải trả	116	42.0	37.2	48.5	47.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	114	96.1	98.4	92.5	72.9
Nợ/tài sản (%)	43.6	40.7	41.6	39.3	36.3
EBIT/lãi vay (lần)	1.44	1.88	1.22	1.62	2.20
Nợ/EBITDA (lần)	13.5	9.53	13.6	10.8	8.24
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.48	1.45	1.57	1.66	1.70
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	15.0	11.3	11.9	11.8	9.43
EV/EBITDA ĐC (lần)	41.1	30.1	40.1	32.9	25.2
P/E (lần)	27.1	16.3	34.0	25.0	15.8
P/E ĐC (lần)	27.1	16.3	34.0	25.0	15.8
P/B (lần)	2.78	2.44	2.24	2.01	1.75
Lợi suất cổ tức (%)	1.80	0.02	-	-	-

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn